

## 全球化布局 内外销齐飞

——顾家家居（603816.SH）

轻工制造/家具

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

公司是国内软体家具行业龙头企业。公司是国内软体家具行业内第一梯队成员。公司多元化产品布局，逐渐走向全屋定制，内外销共同发展。顾家营收与敏华不断缩小差距，2021H1 顾家归母净利润已经反超敏华，净利率于疫情后恢复较快，经营效率在行业 TOP4 公司中领先。公司实际控制人为顾氏家族，股权相对稳定。公司较早引入职业经理人，高管团队较为稳定。

行业内头部企业仍具有较大上升空间。国内软体家具行业向着定制化、智能化的方向发展。国内软体家具行业产值及销售额快速增长，2017 年中国跃居全球最大生产消费国。房屋销售、租赁住宅、渗透率、翻新率、“家具下乡”政策等多因素共同促进量增，GDP、居民可支配收入、支出分配、装修预算等多因素共同促进价增，我们预测 2022-2025 年我国软体家具市场规模分别为 1657、1781、1864、1946 亿元，同比增速分别为 5.89%、7.48%、4.63%、4.41%。国内沙发行业集中度 17.33%（TOP3），美国沙发行业集中度 51%（TOP4）；国内床垫行业集中度 19.5%（TOP4），美国床垫行业集中度 79%（TOP5），我国沙发、床垫行业集中度均有较大上升空间。

## 公司看点：产能全球化布局 内外销齐头并进

- ◆ **产品端：**顾家以沙发起步，2020 年沙发收入在主营构成中占比一半，公司不断走向全屋化。从沙发来看，顾家侧重皮质沙发，敏华侧重功能沙发。敏华控股沙发收入较高，顾家家居在逐渐缩小与之差距。从软床及床垫来看，顾家定价不高，收入增速较快。公司未来将围绕功能、床垫、定制三大高潜力战略发展。
- ◆ **产能端：**顾家家居在不断扩建国内产能，目前仍有三个项目在建未投产。受中美贸易摩擦以及美国对中国床垫企业启动反倾销调查的影响，国内床垫企业出口面临成本压力的上升，以顾家家居为首的软体家具行业龙头企业纷纷布局国外产能以抵御风险。公司 2021 年底公告称拟投资约 10.37 亿元于墨西哥自建生产基地，整体达纲时预计可实现营业收入约 30.19 亿元。
- ◆ **渠道端：**内销“1+N+X”渠道布局下沉市场，以经销商为主，线下门店数逐年递增，目前处于行业首位。公司积极布局电商渠道，目前电商占比较低，仍具上升空间。国际市场回暖，外销 ODM 业务为主，重点实施大客户战略。
- ◆ **营销端：**公司营销宣传方式众多，广告费逐年增长，在 TOP4 企业中最高。软体家具和定制设计一体化销售策略提升门店客单价和配套产品的销售量。

**投资建议：**预计公司 2021 年~2023 年 EPS 分别为 2.69 元、3.3 元、3.99 元，当前股价市盈率分别为 28 倍、23 倍、19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**房地产市场风险、汇率波动风险、中美贸易摩擦风险、原材料价格风险。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,094	12,666	17,962	21,986	26,787
增长率（%）	20.95%	14.17%	41.81%	22.40%	21.84%
归母净利润（百万元）	1,161.16	845.47	1,701.66	2,087.64	2,519.66
增长率（%）	17.37%	-27.19%	101.27%	22.68%	20.69%
净资产收益率（%）	19.66%	12.54%	20.86%	22.74%	24.18%

评级

买入（首次）

2022 年 01 月 24 日

曹旭特

分析师

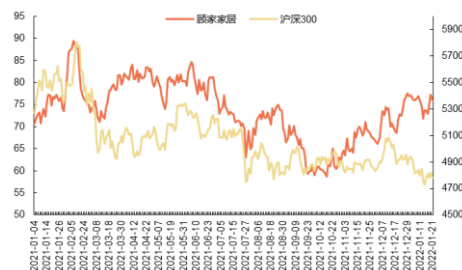
SAC 执业证书编号：S1660519040001

## 交易数据

时间 2022.01.21

总市值/流通市值（亿元）	481/481
总股本（亿股）	6.32
资产负债率（%）	42.03
每股净资产（元）	12.75
收盘价（元）	76.05
一年内最低价/最高价（元）	57.71/90.23

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

每股收益(元)	1.98	1.39	2.69	3.30	3.99
PE	38.41	54.71	28.25	23.02	19.08
PB	7.75	7.14	5.89	5.23	4.61

资料来源：wind、申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 顾家家居：走向全球的软体家居龙头</b>	<b>6</b>
1.1 收购扩张+全球布局 进入大家居时代	6
1.2 主营沙发床垫等软体家具 内外销占比相对稳定	7
1.3 顾家营收&净利润增速快 经营效率高	9
1.4 股权结构相对稳定 较早引入职业经理人	11
<b>2. 行业分析：头部上升空间大 智能化发展趋势</b>	<b>12</b>
2.1 软体家具行业发展迅速 2017 年中国跃居全球最大生产消费国	12
2.2 量价齐驱促行业发展	13
2.2.1 量增长因素：房屋销售、租赁住宅、渗透率、翻新率、“家具下乡”政策	13
2.2.2 价增长因素：GDP、居民可支配收入、支出分配、装修预算	17
2.2.3 市场规模预测：2022 年软体家具市场规模增速为 5.89%	18
2.3 行业集中度有较大提升空间	19
<b>3. 公司看点：产能全球化布局 内外销齐头并进</b>	<b>21</b>
3.1 产品端：不断拓展品类走向全屋定制	21
3.2 产能端：全球化产能布局	25
3.3 渠道端：内销“1+N+X”渠道分布 外销 ODM 业务为主	27
3.3.1 内销：“1+N+X”渠道布局 以经销商为主 发展电商渠道	27
3.3.2 外销：ODM 业务为主 国际市场需求回暖	29
3.4 营销端：注重广告投放 一体化销售提高客单价	30
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>31</b>
4.1 核心假设	31
4.2 盈利预测	32
4.3 估值	33
<b>5. 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

<b>图 1：顾家家居发展历程</b>	<b>6</b>
<b>图 2：顾家家居产品系列矩阵</b>	<b>8</b>
<b>图 3：顾家家居产品品牌矩阵</b>	<b>8</b>
<b>图 4：顾家家居主营收入产品构成</b>	<b>8</b>
<b>图 5：顾家家居各类产品毛利率变化</b>	<b>8</b>
<b>图 6：顾家家居国内外主营业务收入构成</b>	<b>9</b>
<b>图 7：顾家家居国内外主营业务毛利率变化</b>	<b>9</b>
<b>图 8：顾家 vs 敏华营业收入及增速</b>	<b>10</b>
<b>图 9：顾家 vs 敏华归母净利润及增速</b>	<b>10</b>
<b>图 10：行业 TOP4 公司毛利率对比</b>	<b>10</b>
<b>图 11：行业 TOP4 公司净利率对比</b>	<b>10</b>
<b>图 12：行业 TOP4 公司应收账款周转天数（天）</b>	<b>10</b>
<b>图 13：行业 TOP4 公司存货周转天数（天）</b>	<b>10</b>
<b>图 14：公司股权结构图</b>	<b>11</b>
<b>图 15：美的集团发展路径</b>	<b>12</b>
<b>图 16：2011-2017 国内软体家具行业产值及增速</b>	<b>13</b>
<b>图 17：2011-2017 国内软体家具行业销售收入及增速</b>	<b>13</b>

图 18: 2016 年全球主要软体家具生产国分布 .....	13
图 19: 2017 年全球软体家具消耗量占比分布 .....	13
图 20: 国内商品房销售面积累计值及同比增速 .....	14
图 21: 国内房屋竣工面积累计值及同比增速 .....	14
图 22: 房屋竣工面积 MA12vs 家具零售额累计同比 .....	14
图 23: 全国二手房租赁量指数波动上涨 .....	15
图 24: 全国城市二手房出租挂牌量指数波动上涨 .....	15
图 25: 中美功能沙发市场渗透率对比 .....	15
图 26: 中美床垫市场渗透率对比 (2020 年) .....	15
图 27: 中国床垫市场使用年限分布 .....	16
图 28: 农村、城镇每百户彩色电视机拥有数量 (台) .....	16
图 29: 农村、城镇每百户电冰箱拥有数量 (台) .....	16
图 30: 农村、城镇每百户洗衣机拥有数量 (台) .....	17
图 31: 农村、城镇每百户空调拥有数量 (台) .....	17
图 32: 国内季度 GDP 现价及同比增速 (亿元) .....	17
图 33: 全国居民人均可支配收入累计值及同比增速 (元) .....	17
图 34: 全国居民支出分配情况 (元) .....	18
图 35: 2021 年 6-11 月业主装修预算范围分布 .....	18
图 36: 我国软体家具行业三个梯队 .....	20
图 37: 中国沙发行业集中度 .....	20
图 38: 美国沙发行业集中度 .....	20
图 39: 中国床垫行业集中度 .....	20
图 40: 美国床垫行业集中度 .....	20
图 41: 软体家具行业 TOP4 企业产品发展时间轴 .....	21
图 42: 顾家家居历年产品结构变化 .....	21
图 43: 敏华控股历年产品结构变化 .....	21
图 44: 喜临门历年产品结构变化 .....	22
图 45: 梦百合历年产品结构变化 .....	22
图 46: 顾家家居 vs 敏华控股沙发收入及增速 .....	23
图 47: 顾家家居 vs 敏华控股沙发业务毛利率 .....	23
图 48: 顾家 vs 喜临门 vs 梦百合软床及床垫收入 (万元) .....	24
图 49: 顾家家居 vs 梦百合 vs 喜临门软床及床垫业务毛利率 .....	24
图 50: 顾家家居定制家具收入及增速 .....	24
图 51: 顾家家居全屋定制——赛孚系列 .....	24
图 52: 顾家家居历年国内外营收占比 .....	27
图 53: 2020 年 TOP4 公司国内外营收占比 .....	27
图 54: 顾家家居线下门店数量逐年增加 .....	28
图 55: 2020 年 TOP4 公司线下门店数量对比 .....	28
图 56: 顾家家居“1”大店业态 .....	29
图 57: 顾家家居主力“N”单店 .....	29
图 58: 2015-2020 年顾家家居线上销售额 .....	29
图 59: 2020 年各公司线上销售额及占比情况 .....	29
图 60: 美国新建住房数量呈上升趋势 .....	30
图 61: 我国床垫、沙发出口金额波动上涨 .....	30
图 62: 顾家家居广告宣传推广费逐年增长 .....	30
图 63: 2020 年各公司广告宣传推广费及占比营收对比 .....	30

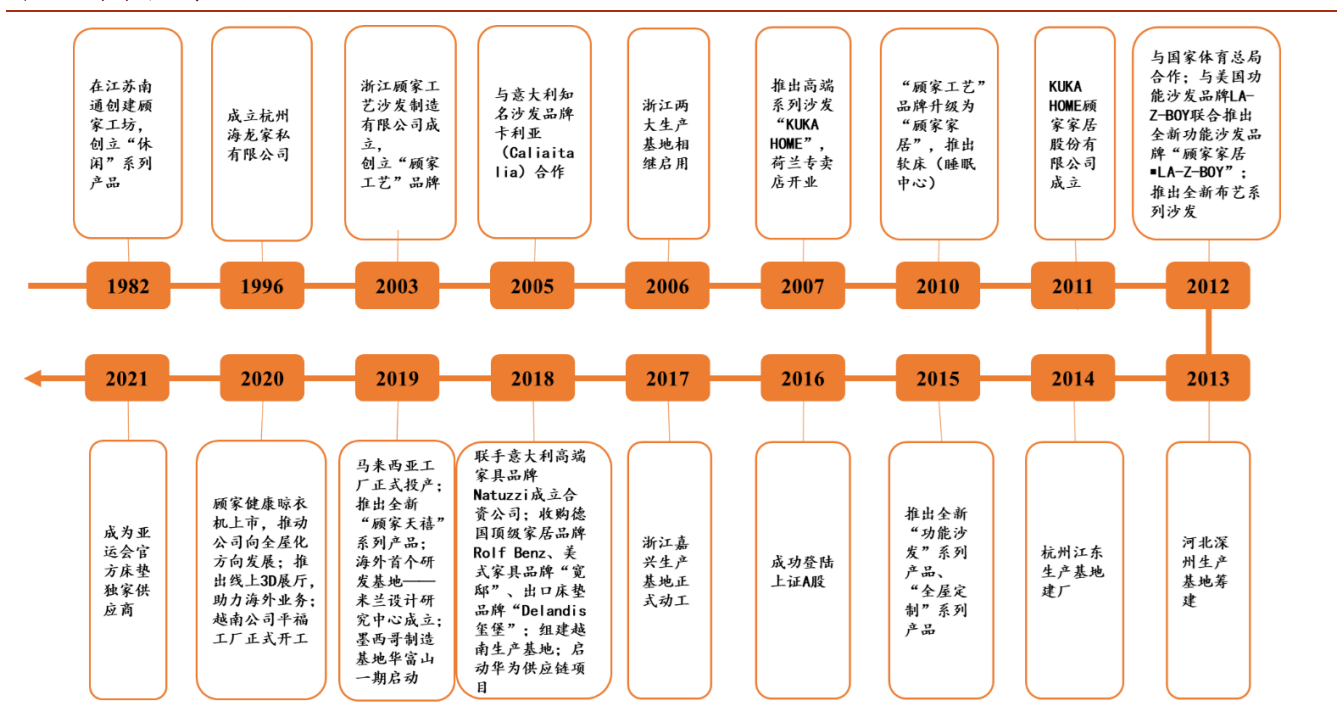
表 1: 顾家家居收购史 .....	7
表 2: 行业 TOP4 公司 2020 年报主要财务指标对比 (亿元) .....	9
表 3: 软体家具市场规模预测 .....	18
表 4: 顾家家居 vs 敏华控股沙发售价对比 .....	22
表 5: 顾家家居 vs 梦百合 vs 喜临门软床及床垫售价对比 .....	23
表 6: TOP4 公司国内产能投放情况一览表 .....	25
表 7: TOP4 公司国外产能投放情况一览表 .....	26
表 8: TOP4 公司渠道对比 .....	27
表 9: 顾家家居盈利预测业务拆分 .....	31
表 10: 顾家家居可比公司估值表 .....	33
表 11: 公司盈利预测表 .....	34

## 1. 顾家家居：走向全球的软体家居龙头

### 1.1 收购扩张+全球布局 进入大家居时代

手工沙发起家，逐渐走向世界。顾家家居是国内软体家居行业龙头企业之一，专注于客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产和销售。公司于1982年创立，经历了创立初期、产能扩张、品类丰富、走向全球四个阶段，逐渐成长为行业龙头企业，进入大家居时代。

图1：顾家家居发展历程



资料来源：公司官网，申港证券研究所

- ◆ **创立初期（1982-2004年）：传统手工工艺沙发起家。**1982年，公司在江苏南通创建顾家工厂，传承手工技艺，创立“休闲”系列产品。2003年，浙江顾家工艺沙发制造有限公司成立，由此创立“顾家工艺”品牌。
- ◆ **产能扩张（2005-2010年）：新建产能基地，试水国际市场。**2005年，公司参加德国科隆国际家具展，杭州下沙生产基地正式竣工投产，与意大利知名沙发品牌卡利亚（Caliaitalia）合作。2006年，浙江第二生产基地正式启用。2007年，KUKA HOME 荷兰品牌专卖店开业，开启品牌国际化之路。2008年，首次登陆美国拉斯维加斯国际家具展，4000m²参展面积。
- ◆ **品类丰富（2011-2015年）：陆续推出多系列产品。**2011年，KUKA HOME 顾家家居股份有限公司成立。2012年，顾家家居成为 La-Z-Boy 公司在中国市场的独家经销商。2015年，顾家家居举办首届概念设计展，全球首款3D打印沙发、床及跨界设计师作品亮相，而后推出全新“功能沙发”、“全屋定制”系列产品。
- ◆ **走向全球（2016年至今）：上市后收购多家海外品牌全球化布局。**2016年，顾家家居成功登陆上证A股。2018年，公司联手意大利高端家居品牌 Natuzzi 成立合资公司，收购德国顶级家居品牌 Rolf Benz，收购美式家具品牌“宽邸”，收购出口床垫品牌“Delandis 玺堡”，组建越南生产基地项目组。2019年，公司在马来西亚工厂正式投产，推出全新“顾家天禧”系列产品，海外首个研发基地——



米兰设计研究中心成立，墨西哥制造基地华富山一期启动。2020 年，顾家健康晾衣机上市，推动公司向全屋化方向发展，公司又推出线上 3D 展厅，助力海外业务，同时，越南公司平福工厂正式开工。

**表1：顾家家居收购史**

收购时间	被收购方	顾家持股比例	收购金额	被收购方简介	被收购方主要销售地区
2018/1/18	班尔奇家具(上海)有限公司	100%	5600 万元	加工、生产家具及相关五金件，三聚氰胺纸饰面装饰板，销售自产产品，上述产品同类商品的进出口、批发、进出口、佣金代理（拍卖除外），并提供相关配套服务。	中国
2018/2/28	Rolf Benz AG & Co.KG	100%	4156.5 万欧元	Rolf Benz 成立于 1964 年，主营软体家具的研发、设计、生产和销售，是德国知名度最高的软体家具品牌。	欧洲
2018/3/22	纳图兹贸易(上海)有限公司	51%	6500 万欧元	被收购方是 Natuzzi 的子公司，Natuzzi 自成立至今已有近 60 年的历史，公司目前不仅是意大利规模最大的家具上市公司，也是全球家具行业重要的参与者之一。	意大利 中国
2018/7/11	东莞优先家具有限公司	100%	2866 万美元	沙发、床、餐桌、椅、茶几及相关零配件的设计、生产、销售。	国际市场
2018/9/1	宁波卡文家居有限公司	51%	5100 万元	家具、建材（钢材除外）、卫浴、陶瓷、床上用品、面料、灯具、装饰材料、工艺美术用品的批发、零售、维修及售后服务。	国际市场
2018/11/14	泉州玺堡家居科技有限公司	51%	42429 万元	玺堡家居为国内床垫出口领军企业，其床垫业务可以弥补顾家家居在床垫出口领域的不足，同时，玺堡家居海绵及乳胶的生产线可满足顾家家居的部分需要。	国际市场

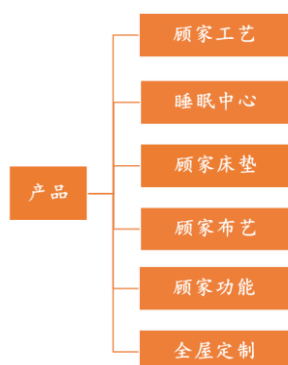
资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 1.2 主营沙发床垫等软体家具 内外销占比相对稳定

六大产品系列，十大产品品牌，走向全屋一站式服务。

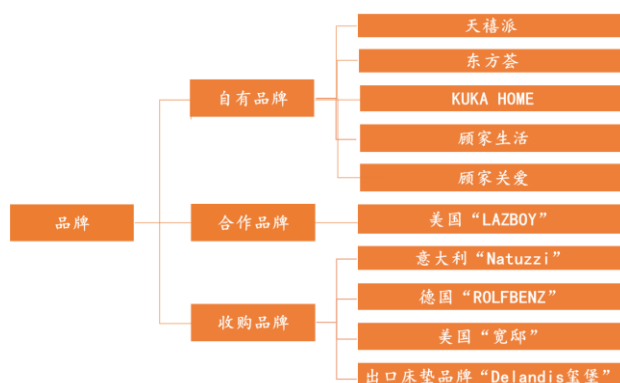
- ◆ 公司旗下拥有“顾家工艺”、“顾家布艺”、“顾家床垫”、“顾家功能”、“睡眠中心”、“全屋定制”六大产品系列。
- ◆ 同时，公司拥有战略合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发、收购意大利高端家具品牌“Natuzzi”、德国高端家具品牌“ROLF BENZ”、出口床垫品牌“Delandis 玺堡”、自有当代设计师家具品牌 KUKA HOME、轻时尚家居品牌“天禧派”、新中式风格家具品牌“东方荟”、全屋家居品牌“顾家生活”，并创立行业首个家居服务品牌“顾家关爱”，为用户提供一站式全生命周期服务。

图2：顾家家居产品系列矩阵



资料来源：公司公告，申港证券研究所

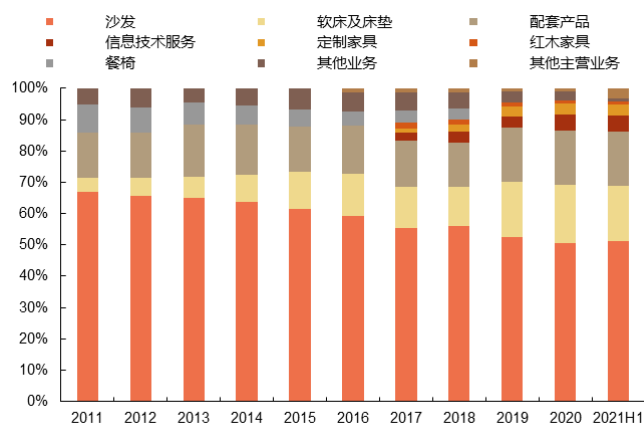
图3：顾家家居产品品牌矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，申港证券研究所

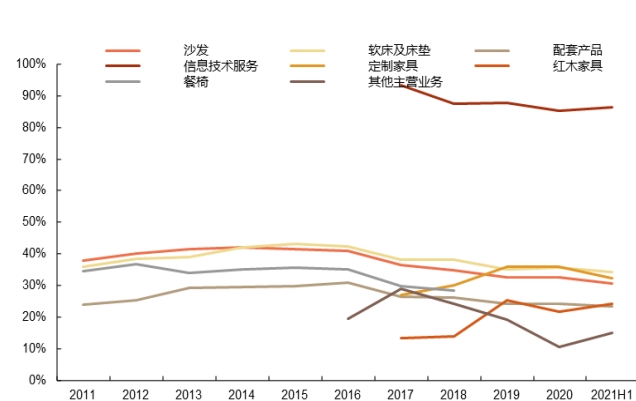
公司主要收入构成为沙发及床类产品，毛利率稍有下降。从公司产品收入构成来看，公司主要经营产品类别为沙发及床类产品，2020年，沙发总收入为64.13亿元，床类产品总收入为23.38亿元，分别占比50.63%和18.46%。从盈利角度来看，2020年沙发毛利率为32.56%，床类产品毛利率为35.6%，2021年半年报显示沙发毛利率为30.53%，床类产品毛利率为34.25%，主要是受到原材料价格、海运费以及汇率的影响。

图4：顾家家居主营收入产品构成



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

图5：顾家家居各类产品毛利率变化

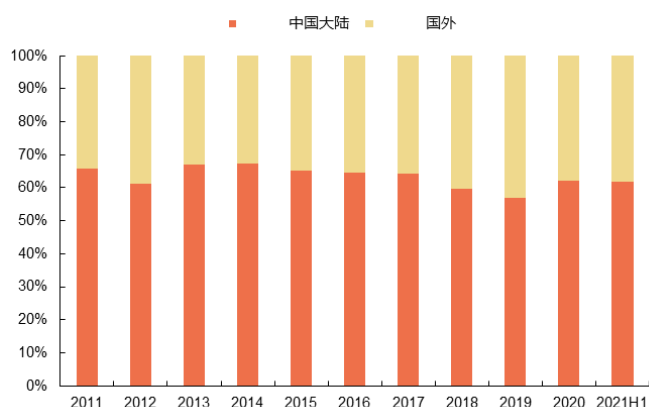


资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

公司国内外收入占比相对稳定，2021年国内外主营业务毛利率均呈下降趋势。从公司销售地区来看，公司在大陆地区主营业务收入占比大约在60%左右，公司在2018年进行大规模收购国际品牌之后，2019年国外主营业务收入占比明显提升，而后处于回归于相对平稳状态。毛利率方面，国内主营业务毛利率相对稳定；受中美贸易关税影响，国外业务毛利率于2017年大幅下滑后趋于稳定。2021年上半年，受原材料价格上涨、海运费、汇兑等因素影响，公司毛利率呈下降趋势。

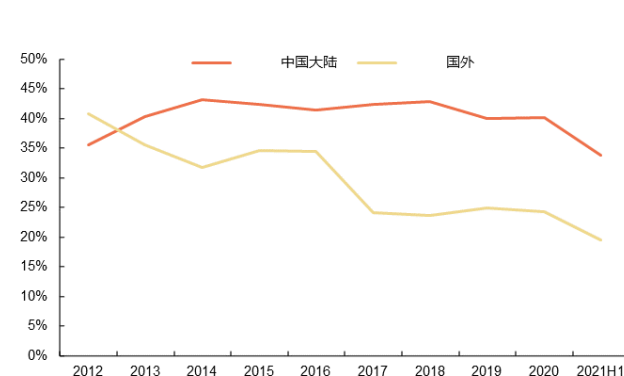


图6：顾家家居国内外主营业务收入构成



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

图7：顾家家居国内外主营业务毛利率变化



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

### 1.3 顾家营收&净利润增速快 经营效率高

软体家具行业第一梯队四家龙头企业分别为顾家家居、敏华控股（主要品牌为芝华仕）、喜临门、梦百合，其中顾家家居与敏华控股的规模和主营业务相对较为接近。

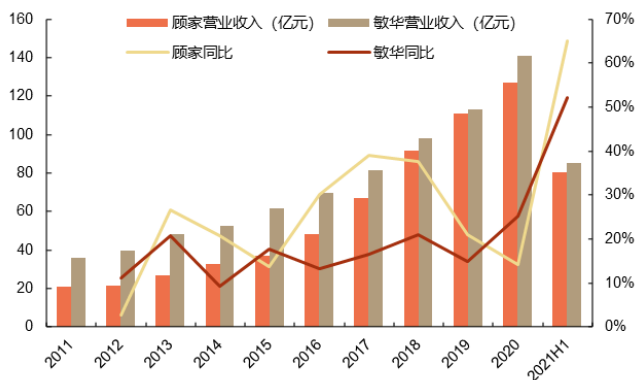
表2：行业 TOP4 公司 2020 年报主要财务指标对比（亿元）

企业名称	总资产	营业收入	净利润	资产负债率	毛利率	净利率
顾家家居	130.38	126.66	8.67	45.52%	35.21%	6.84%
敏华控股	147.39	141.00	16.27	34.60%	36.08%	12.13%
喜临门	75.64	56.23	3.51	58.06%	33.76%	6.24%
梦百合	70.76	65.30	4.17	47.80%	33.92%	6.38%

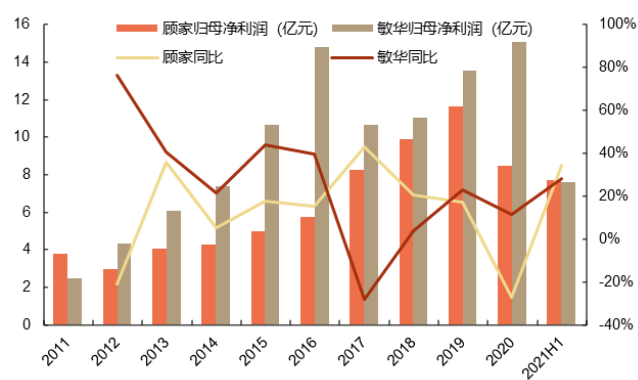
资料来源：wind，申港证券研究所

从收入端来看，顾家总体低于敏华，但在不断缩小差距。顾家内外贸协同发展，营收增速相对较快。2015 至 2020 年间，顾家的营业收入年复合增长率为 28.01%，敏华的营业收入年复合增长率为 18.05%。

从利润端来看，2021 年 H1 顾家归母净利润已经反超敏华。顾家和敏华的归母净利润均呈上涨趋势，顾家始终低于敏华，但一直在缩小差距，除了 2020 年受商誉减值的影响外。2012-2020 年，顾家的归母净利润年复合增长率为 11.15%，敏华的归母净利润年复合增长率为 7.26%。2021 年上半年顾家归母净利润达到 7.72 亿元，超过敏华的 7.57 亿元。

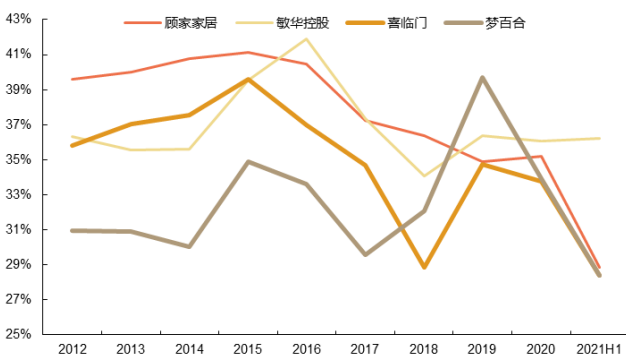
**图8: 顾家 vs 敏华营业收入及增速**


资料来源: wind, 申港证券研究所

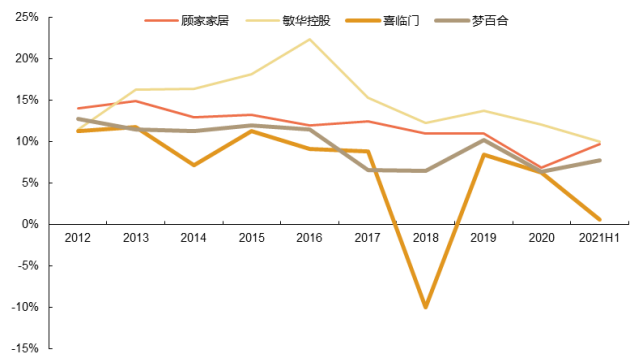
**图9: 顾家 vs 敏华归母净利润及增速**


资料来源: wind, 申港证券研究所

**2021H1 顾家净利率回升较快，几乎追平敏华。**毛利率方面，早期顾家毛利率高于敏华，而后由于顾家发展外销业务，受贸易战关税、疫情及汇率波动影响，顾家毛利率有所下滑，而后被转战中国市场的敏华所超越。净利率方面，由于近年来公司扩张以及原材料成本影响，两家公司近年来净利率均有下降，2020 年受疫情影响下滑明显，而后顾家恢复速度较快。2021H1 顾家净利率几乎追平敏华。

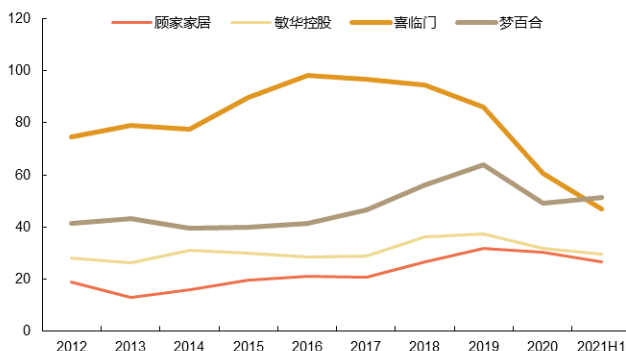
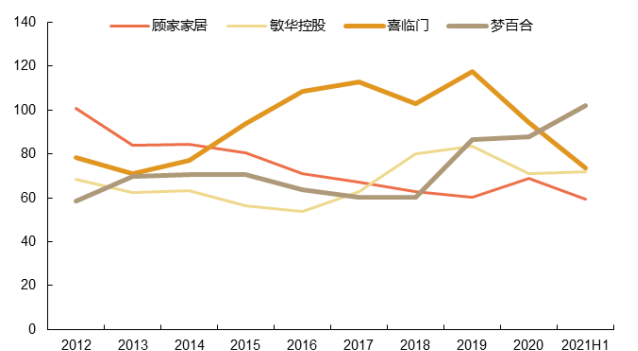
**图10: 行业 TOP4 公司毛利率对比**


资料来源: wind, 申港证券研究所

**图11: 行业 TOP4 公司净利率对比**


资料来源: wind, 申港证券研究所

**顾家经营效率在行业 TOP4 公司中领先。**在行业 TOP4 公司中，顾家应收账款周转天数一直处于最低位置，近年来，顾家调整公司存货周转效率，存货周转天数呈逐年下降趋势，目前顾家存货周转天数也处于 TOP4 中最低。

**图12: 行业 TOP4 公司应收账款周转天数 (天)**

**图13: 行业 TOP4 公司存货周转天数 (天)**


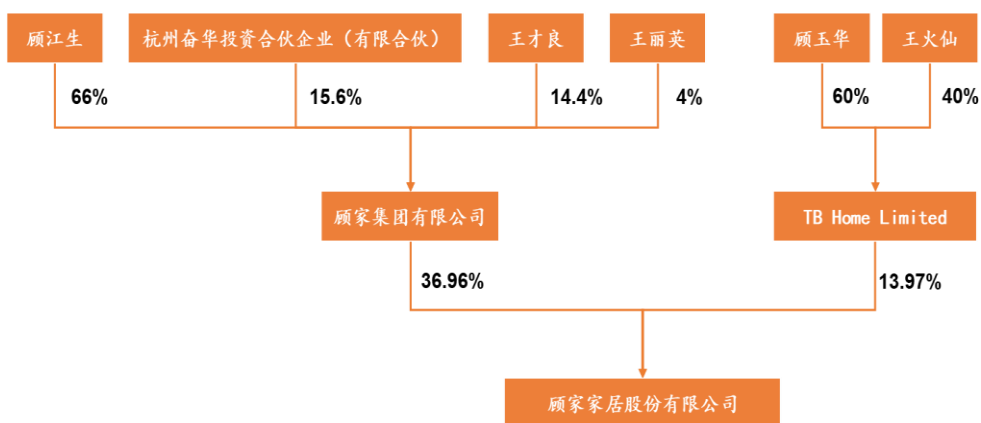
资料来源：wind，申港证券研究所

资料来源：wind，申港证券研究所

## 1.4 股权结构相对稳定 较早引入职业经理人

公司实际控制人为顾氏家族，家族企业股权相对稳定。截至 2021 年三季报，公司主要两大股东分别为顾家集团有限公司（持股比例 30.16%）和 TB Home Limited（持股比例 13.97%）。其中，顾江生持有顾家集团 66% 的股权，顾江生的父母顾玉华、王火仙分别持有 TB Home 60% 和 40% 的股权。故顾氏家族共持有公司 33.88% 的股权，股权结构相对稳定集中。

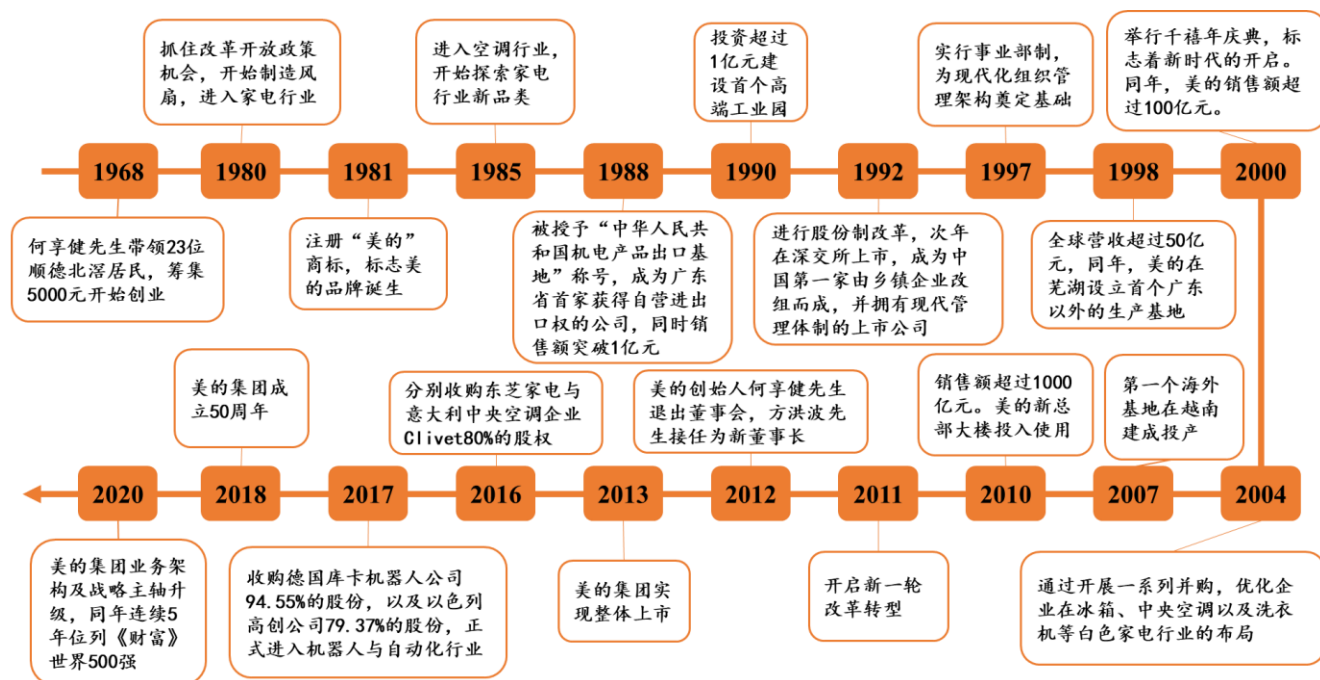
图14：公司股权结构图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司较早引入职业经理人，高管团队较为稳定。顾家家居是行业内较早推出职业经理人管理模式的公司，2012 年至今，李东来任职公司总裁，直接及间接持有公司股份 2.36%。李东来历任广东美的集团有限公司空调销售公司营销管理科科长，空调事业部营运发展部总监，冰箱事业部总裁，空调事业部总裁，广东美的电器股份有限公司副总裁，AMT 集团（上海企源科技有限公司）首席执行官；公司现任副总裁中还有几位同样来自美的集团，公司或沿着美的集团的发展路径快速扩张。另外，大部分高管工作在 4 年以上，公司高管层比较稳定。

图15: 美的集团发展路径



资料来源: 美的官网, 申港证券研究所

## 2. 行业分析: 头部上升空间大 智能化发展趋势

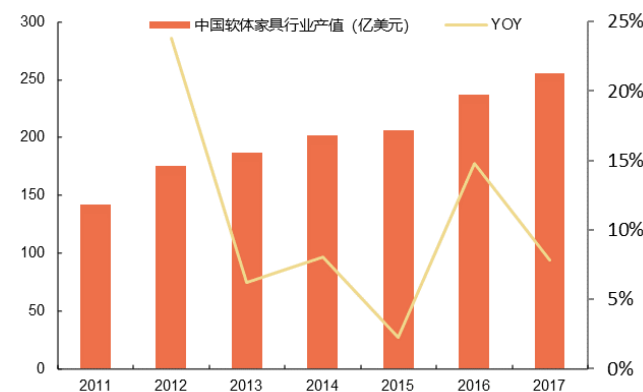
### 2.1 软体家具行业发展迅速 2017 年中国跃居全球最大生产消费国

国内软体家具行业向着定制化、智能化的方向发展。软体家具主要指的是以海绵、织物为主体的家具，最常见的种类为沙发、软床及床垫。我国软体家具行业历史进程大致分为三个阶段：

- ◆ **起步阶段（2000 年之前）**：沙发由国外引入，国内在进入改革开放时期后大力发展经济，家具行业随之高速发展，但国内家具行业制造水平较弱，且行业内品牌繁杂众多，部分小企业缺乏核心竞争力，国内对软体家具行业的检测标准不够完善；
- ◆ **成长阶段（2000-2017 年）**：软体家具行业的生产逐渐从发达国家向发展中国家（尤其是中国）转移，国内对软体家具行业的检测标准逐渐完善；
- ◆ **成熟阶段（2017 年至今）**：2017 年，中国成为全球第一大软体家具生产消费国。中小企业集中于国内低端市场，产品同质化现象较为严重，各企业纷纷下沉渠道建设，渗透三、四线城市，而头部企业则不谋而合地布局海外市场。目前，国内市场竞争较为充分，但行业集中度较低。随着消费者需求的提升，国内家具行业将以科技属性赋能产品，实现需求定制化、功能精细化、产品智能化、体验人性化、材质绿色化的目标。

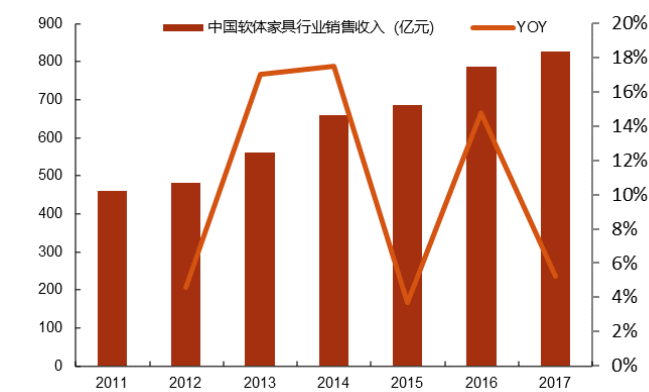
**国内软体家具行业产值及销售额快速增长。**根据前瞻产业研究院统计，截至 2017 年中国软体家具行业产值增长至 255.31 亿美元，同比增长 7.85%；中国软体家具制造行业销售收入增长至 826.63 亿元，同比增长 5.25%。

图16: 2011-2017 国内软体家具行业产值及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 申港证券研究所

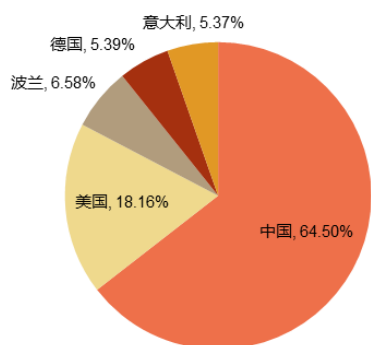
图17: 2011-2017 国内软体家具行业销售收入及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 申港证券研究所

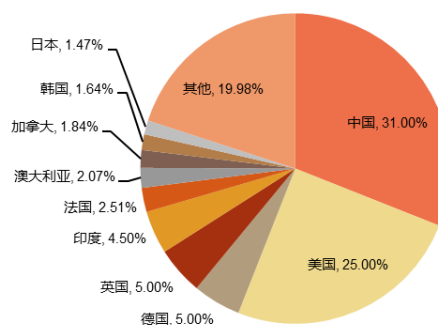
**2017 年中国成为全球最大的软体家具生产消费国。**根据前瞻产业研究院整理, CSIL 统计数据显示, 2016 年全球前五大软体家具生产国依次为中国、美国、波兰、德国和意大利, 其中中国软体家具产值占全球比重高达 64.49%, 其次是美国产值占比为 18.16%。随着国内消费市场升级, 2017 年中国成为全球第一大软体家具销售市场, 软体家具消耗量占全球消耗量比重为 31%, 美国降为第二, 占比 25%。

图18: 2016 年全球主要软体家具生产国分布



资料来源: 前瞻产业研究院, 申港证券研究所

图19: 2017 年全球软体家具消耗量占比分布



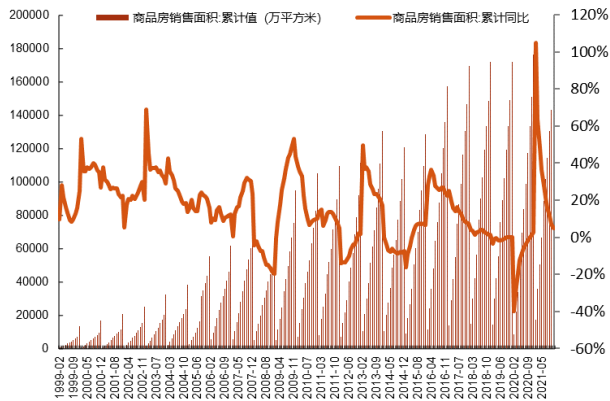
资料来源: 前瞻产业研究院, 申港证券研究所

## 2.2 量价齐驱促行业发展

### 2.2.1 量增长因素: 房屋销售、租赁住宅、渗透率、翻新率、“家具下乡”政策

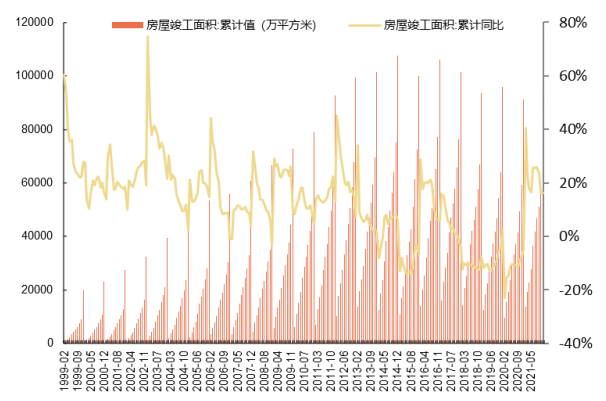
商品房销售面积及房屋竣工面积较 2019 年同期大幅上升。受疫情影响, 2020 年国内房屋竣工面积同比大幅下降, 2020 上半年商品房销售面积同比下降, 下半年逐渐恢复。2021 年疫情常态化后, 上述两个数据迅速恢复, 甚至超越 2019 年情况。截至 2021 年 11 月数据, 国内商品房销售面积较 2019 年 11 月上涨 6.2%; 房屋竣工面积较 2019 年 11 月提高 7.69%。2021 年底房地产政策趋于宽松, 预估 2022 年较今年总体情况向好。

图20: 国内商品房销售面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

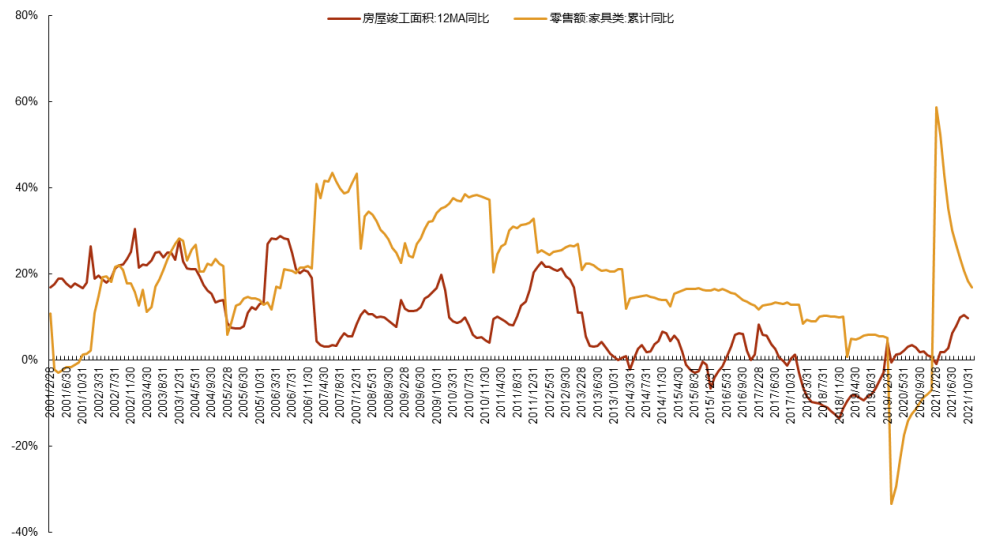
图21: 国内房屋竣工面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

房屋竣工面积变化滞后1年反映在家具零售额。我们对历史土地购置面积、房屋新开工面积、房屋竣工面积、房屋销售面积进行跟踪，以他们的12月移动平均值与家具零售额累计同比增速进行拟合，发现家具零售额累计同比与房屋竣工面积12月移动平均值两者之间的具有一定相关性，家具零售额累计同比的变化情况滞后于房屋竣工面积的变化情况1年。目前房屋竣工面积处于回升状态，故我们预计2022年家具零售额有一定上升空间。

图22: 房屋竣工面积 MA12vs 家具零售额累计同比

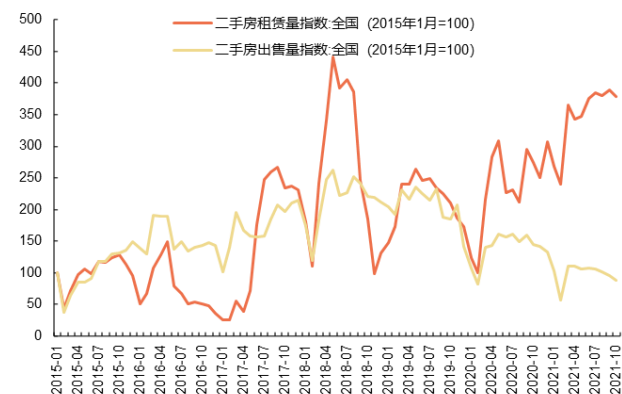


资料来源: wind, 申港证券研究所

租房市场的迅速扩张促进软体家具消费量。2015年至今，国内租房市场明显呈上升趋势。根据房天下于2018年的调研数据，现在人们对租房的接受程度进一步提升，43%的都市白领表示愿意接受一辈子租房。预计至2023年，房屋租赁总面积将达到83.82亿，租赁人口达到2.48亿人。租赁住房市场的繁荣同样促进家具市场的消费量，尤其是对更新率较高、移动较方便的软体家具。无论是业主提供家具、还是租房平台的统一更换、或是租客入住后的自行更换，都有助于软体家具市场的消费量增长。

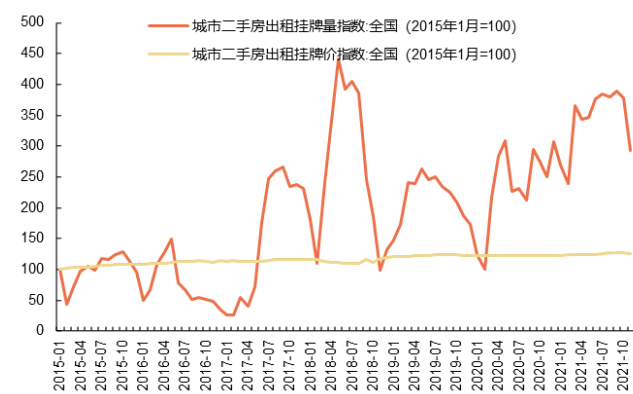


图23：全国二手房租赁量指数波动上涨



资料来源：Wind，申港证券研究所

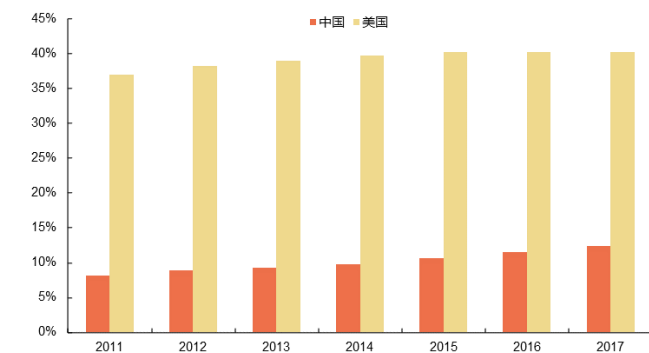
图24：全国城市二手房出租挂牌量指数波动上涨



资料来源：Wind，申港证券研究所

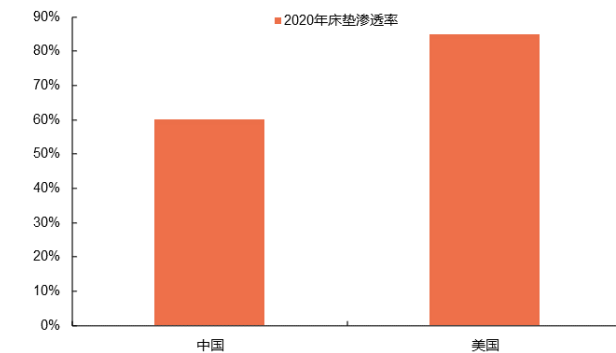
中国功能沙发、床垫市场渗透率较美国有很大上升空间。从沙发来看，基于消费水平的升级和消费者对舒适度的追求，功能沙发成为新型快速成长的沙发品类，从中国和美国功能沙发的市场渗透率数据可以看出，两个国家功能沙发渗透率都在增长，中国功能沙发渗透率较美国差距较大，但成长速度相对较快。从床垫来看，2020年中国床垫市场渗透率为60%，而美国为85%，仍有较大差距。中国软体家具市场渗透率仍有较大上行空间。

图25：中美功能沙发市场渗透率对比



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，申港证券研究所

图26：中美床垫市场渗透率对比（2020年）

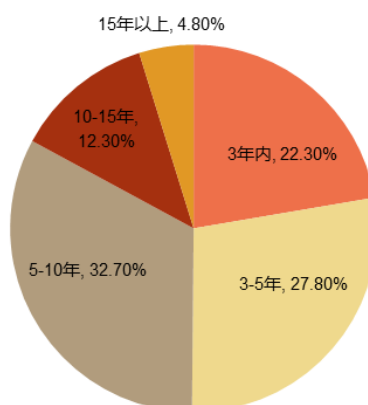


资料来源：头豹研究院，申港证券研究所

中国较美国床垫市场使用年限长，有加速空间。专业人士指出，“随着使用时间的增加，床垫的回弹性、承托性和舒适性都会慢慢下降，从睡眠质量和人体健康的角度来看，床垫需要每五年换新一次。而且新的床垫能够有效地降低人的压力感，令身体的不舒适感降低，从而促进深度睡眠的进行。”我国在5年内更新床垫的比例为50.1%，所有目前有一半的床垫都在超年限使用。美国有一半以上消费者在3-5年内更换一次床垫，而在中国，这一比例仅为27.8%，较美国换新频率有一定差距。



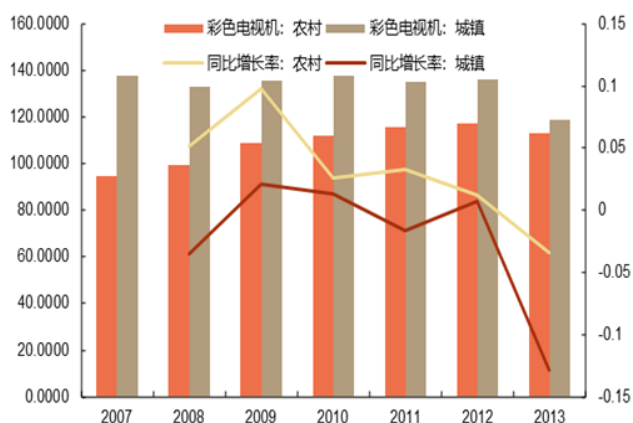
图27：中国床垫市场使用年限分布



资料来源：《2021 年床垫新消费趋势报告》，申港证券研究所

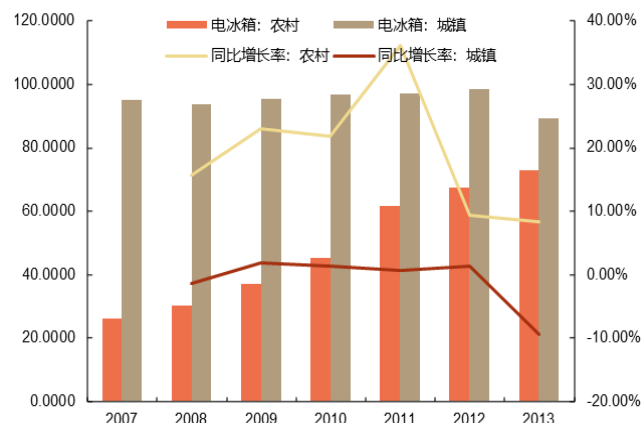
“家具下乡”政策类似于最早提出的“家电下乡”政策，极大促进农村拥有量。2021 年 12 月 8 日，国家发改委农村经济司司长吴晓在例行吹风会上表示，鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代。“家具下乡”与“家电下乡”两者在本质上十分相似，都是通过政府补贴来刺激内需，达到下沉市场的目的。历史上的“家电下乡”政策提升了农村地区家电拥有量，拉进了城乡家电差距。

图28：农村、城镇每百户彩色电视机拥有数量（台）

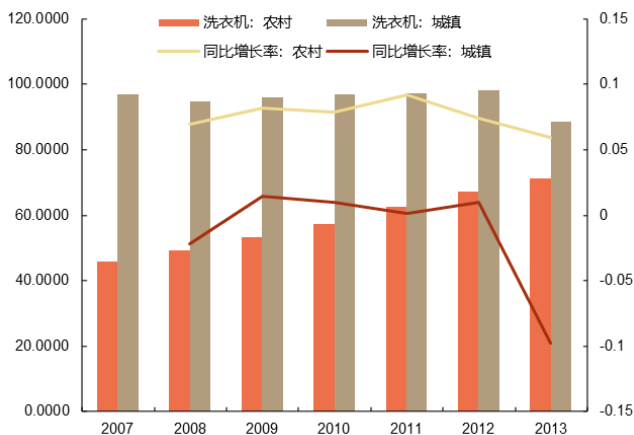


资料来源：国家统计局，申港证券研究所

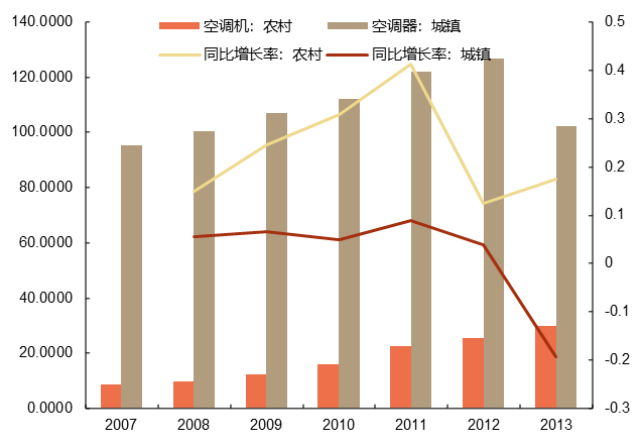
图29：农村、城镇每百户电冰箱拥有数量（台）



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

**图30：农村、城镇每百户洗衣机拥有数量（台）**


资料来源：国家统计局，申港证券研究所

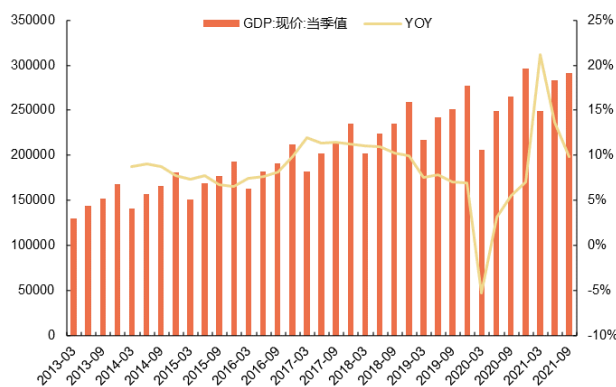
**图31：农村、城镇每百户空调拥有数量（台）**


资料来源：国家统计局，申港证券研究所

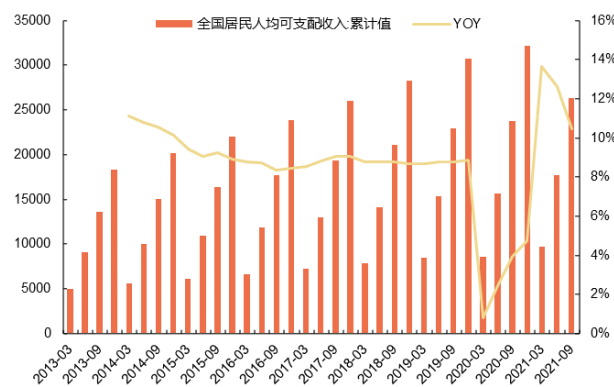
**“家具下乡”利好业内龙头企业。**“家具下乡”和“家电下乡”一样，都是提高我国农村居民生活质量的重要举措，结合家电下乡的历史进程来看，此次“家具下乡”在很大程度上会释放农村市场对家具的消费需求，进而加剧国内家具市场的下沉速度。与业内中小企业相比，龙头企业凭借自身所拥有的行业地位及渠道优势，更有可能在“家具下乡”政策下进一步提高其在农村地区的市场占有率。

## 2.2.2 价增长因素：GDP、居民可支配收入、支出分配、装修预算

**2021 年国内 GDP 和全国居民人均可支配收入迅速恢复。**国内经济迅速发展，GDP 和人均可支配收入近年来持续提高。根据国家统计局数据，我国近五年 GDP 复合增长率为 9%；全国居民人均可支配收入近五年 GDP 复合增长率为 7.94%。受疫情影响，2020 年国内 GDP、人均可支配收入大幅下滑，2021 年已经明显恢复，超过疫情之前水平。

**图32：国内季度 GDP 现价及同比增速（亿元）**


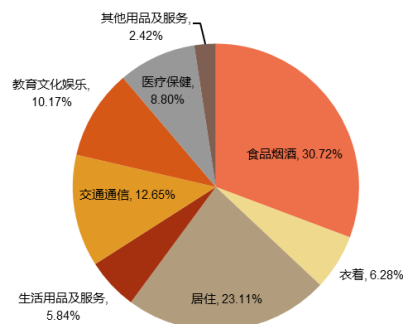
资料来源：Wind，申港证券研究所

**图33：全国居民人均可支配收入累计值及同比增速（元）**


资料来源：Wind，申港证券研究所

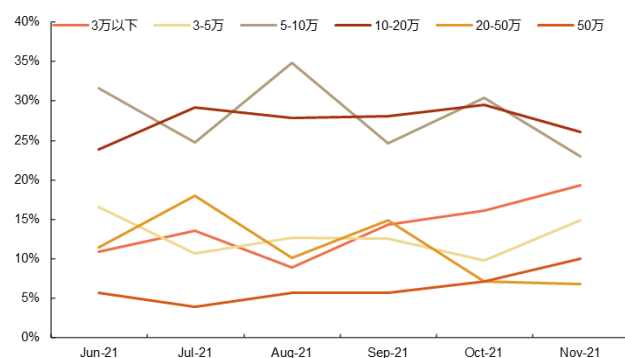
**居民人均支出中生活用品占比 5.84%，装修预算集中在 5-20 万。**根据国家统计局数据，2021 年前三季度，我国居民在生活用品及服务方面人均消费支出 2029 元，占比 5.84%。58 同城、安居客每月发布的国民安居指数家居市场报告中显示，业主装修预算范围集中在 5-20 万元，若超出预算，大部分业主愿意在功能设计方面投入更多，其次是美观设计。

图34：全国居民支出分配情况（元）



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

图35：2021年6-11月业主装修预算范围分布



资料来源：安居客，钢城网，申港证券研究所

### 2.2.3 市场规模预测：2022年软体家具市场规模增速为5.89%

分别对沙发、软床、床垫市场规模预测，我们得出2022年我国软体家具市场规模增速为5.89%。根据量增、价增的预测逻辑，使用国家统计局的房地产开发企业住宅销售套数、房地产开发企业住宅竣工套数、市场上产品均价等基础数据，我们对软体家具市场的三个主要分类——沙发、软床、床垫分别做市场规模的预测，其中涉及到的假设前提如下：

- ◆ **住宅销售套数增长率**：根据我国新生人口数量增速，考虑到我国国情，购买首套房的人群年龄集中在30-35岁之间，我们以此年龄段人口数量变化率作为住宅销售增长率；
- ◆ **渗透率**：假设沙发、软床渗透率每年增加1%，床垫渗透率每年增加2%；
- ◆ **使用年限**：根据我国居民生活用品使用情况，假设沙发平均使用年限7年、软床平均使用年限10年、床垫平均使用年限7年；
- ◆ **每套住宅拥有量**：根据我国居民房屋装修习惯，假设每套住宅拥有沙发1套、每套住宅拥有软床2套、每套住宅拥有床垫2套；
- ◆ **均价增长率**：综合考虑GDP增速、物价指数增速及历史价格变化情况，我们假设软床和床垫的均价增长率为5%；由于价格较高的功能沙发不断推广，拉高了沙发均价的增长率，故预测2022-2025年沙发均价增长率分别为7%、8%、9%、10%。

根据上述基本数据和假设情况，对沙发、软床、床垫三大类加总得出软体家具市场规模，我们预计2022-2025年我国软体家具市场规模分别为1657、1781、1864、1946亿元，同比增速分别为5.89%、7.48%、4.63%、4.41%。

表3：软体家具市场规模预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅销售套数(万套)	1328.55	1321.65	1355.59	1378.23	1363.72	1316.68	1278.95	1244.90
YOY		-0.52%	2.57%	1.67%	-1.05%	-3.45%	-2.87%	-2.66%
7年前住宅竣工套数(万套)	721.92	764.24	749.31	765.94	705.01	745.54	677.06	622.92
YOY		5.86%	-1.95%	2.22%	-7.96%	5.75%	-9.19%	-8.00%
10年前住宅竣工套数(万套)	493.92	554.89	601.98	721.92	764.24	749.31	765.94	705.01

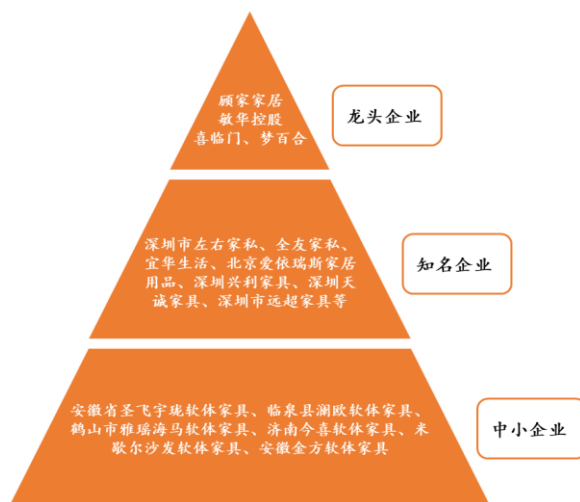
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
YOY		12.34%	8.49%	19.92%	5.86%	-1.95%	2.22%	-7.96%
<b>沙发</b>								
沙发渗透率	81%	82%	83%	84%	85%	86%	87%	88%
沙发使用年限（年）	7	7	7	7	7	7	7	7
每套住宅拥有量（套）	1	1	1	1	1	1	1	1
当年购买套数（万套）	1661	1710	1747	1801	1758	1774	1702	1644
沙发均价（元）	3200	3360	3528	3740	4001	4322	4711	5182
YOY		5%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
沙发市场规模（亿元）	531.48	574.70	616.37	673.55	703.63	766.44	801.60	851.69
<b>软床</b>								
软床渗透率	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%
软床使用年限（年）	10	10	10	10	10	10	10	10
每套住宅拥有量（套）	2	2	2	2	2	2	2	2
当年购买套数（万套）	1130	1201	1292	1428	1490	1488	1513	1482
软床均价（元）	2600	2730	2867	3010	3160	3318	3484	3658
YOY		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
软床市场规模（元）	293.78	327.87	370.35	429.83	470.75	493.61	527.24	542.16
<b>床垫</b>								
床垫渗透率	56%	58%	60%	62%	64%	66%	68%	70%
床垫使用年限（年）	7	7	7	7	7	7	7	7
每套住宅拥有量（套）	2	2	2	2	2	2	2	2
当年购买套数（万套）	2297	2420	2526	2659	2648	2722	2660	2615
床垫均价（元）	1500	1575	1654	1736	1823	1914	2010	2111
YOY		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
床垫市场规模（元）	344.48	381.09	417.72	461.68	482.80	521.13	534.73	551.93
软体家具总规模（亿元）	1169.74	1283.66	1404.44	1565.06	1657.17	1781.18	1863.58	1945.77
YOY		9.74%	9.41%	11.44%	5.89%	7.48%	4.63%	4.41%

资料来源：国家统计局，Wind，中国产业研究报告网，智研咨询，申港证券研究所

## 2.3 行业集中度有较大提升空间

我国软体家具第一梯队企业分别是顾家家居、敏华控股、喜临门、梦百合。经过多年发展，我国软体家具市场形成了三个梯队——龙头企业、知名企业、中小企业，第一梯队龙头企业分别为顾家家居、敏华控股、喜临门、梦百合，均为上市公司。

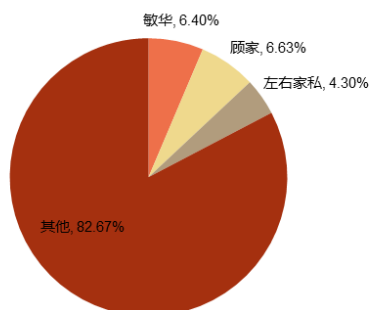
图36：我国软体家具行业三个梯队



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

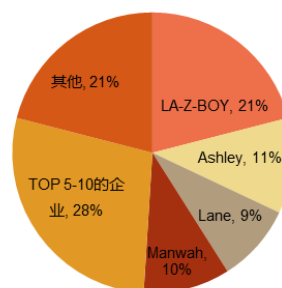
我国软体家具行业集中度仍有较大上升空间。中国沙发行业市场份额前三的公司占比 17.33%，其中顾家家居和敏华控股的占比高且接近。相较于中国，美国沙发行业集中度高，市占率前四企业共占比 51%。中国床垫市场前四企业市占率 19.5%，其中慕斯是最大品牌，占比 8%。而美国床垫行业历史悠久，市场更加成熟，拥有较多国际品牌，排名前五企业市场份额占比 79%，市场集中度远高于中国。

图37：中国沙发行业集中度



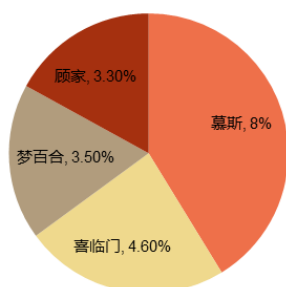
资料来源：华经情报网，申港证券研究所

图38：美国沙发行业集中度



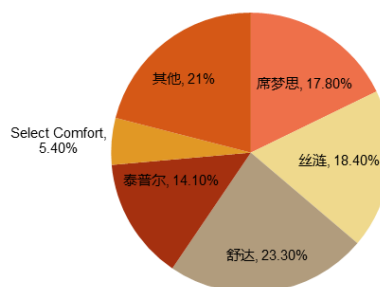
资料来源：华经情报网，申港证券研究所

图39：中国床垫行业集中度



资料来源：华经情报网，申港证券研究所

图40：美国床垫行业集中度



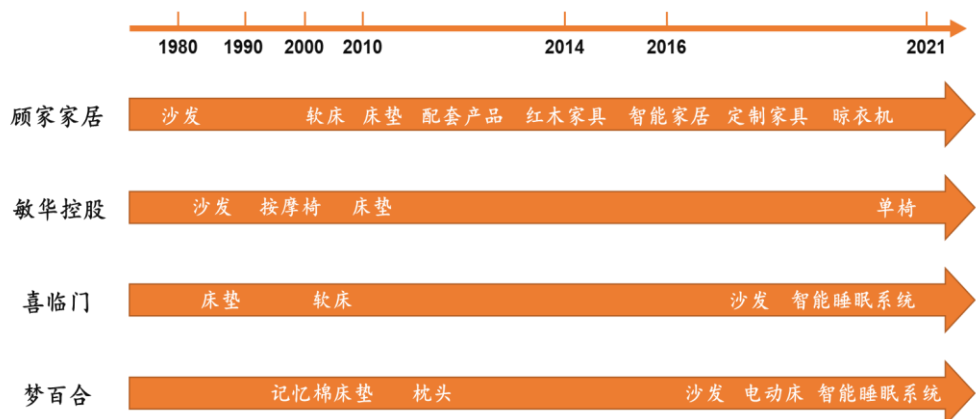
资料来源：华经情报网，申港证券研究所

### 3. 公司看点：产能全球化布局 内外销齐头并进

#### 3.1 产品端：不断拓展品类走向全屋定制

顾家以沙发起步，不断走向全屋定制化。公司始终坚持单品-空间-全屋-生活方式为基本的演进路径，逐步拓展了功能沙发、布艺沙发、软床、床垫、全屋定制等品类。相较于行业内另外三家龙头企业，顾家家居沙发类产品起步较早，且公司持续拓展产品品类。

图41：软体家具行业 TOP4 企业产品发展时间轴

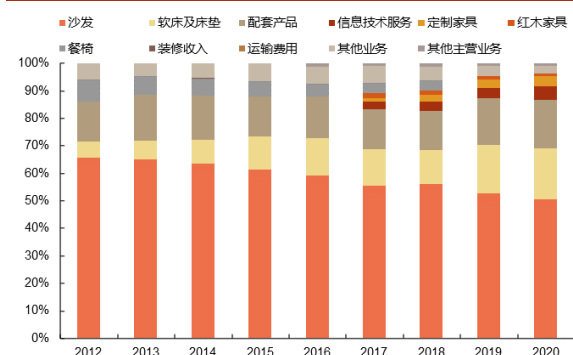


资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

顾家家居主营构成中最多的仍是沙发，占比一半。

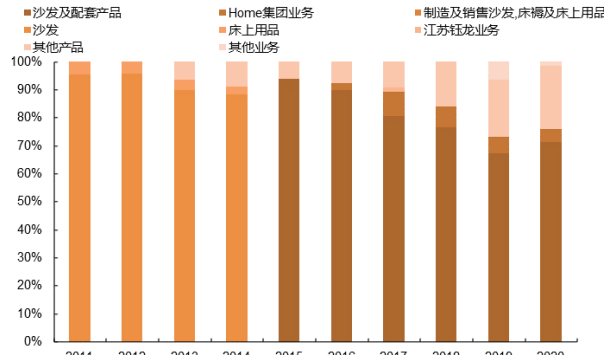
- ◆ 对比四家来看，顾家家居主营收入最重要的部分仍然是沙发，2020 年沙发收入占比 50.63%，其次是软床及床垫，近年来收入占比不断增加，2020 年占比 18.46%；
- ◆ 敏华控股主营收入是沙发及配套产品，2020 年占比 71.34%，主营业务相对单一；
- ◆ 喜临门主要是家具收入，主要是软床及床垫，沙发收入相对少，除此之外还曾有一小部分影视业务收入，目前已剥离；
- ◆ 梦百合第一大收入来源为记忆绵床垫，2020 年收入占比 47.18%，其次是沙发和电动床。

图42：顾家家居历年产品结构变化



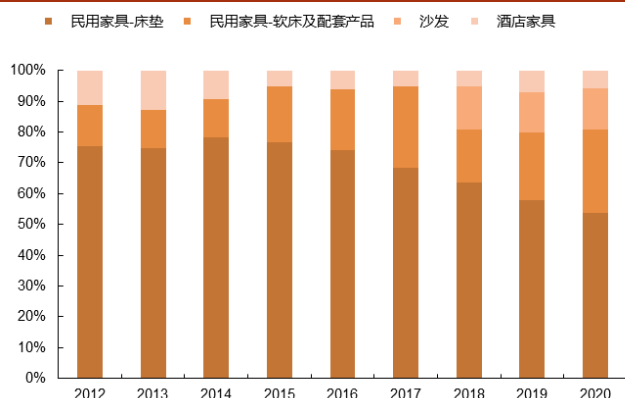
资料来源：Wind，申港证券研究所

图43：敏华控股历年产品结构变化



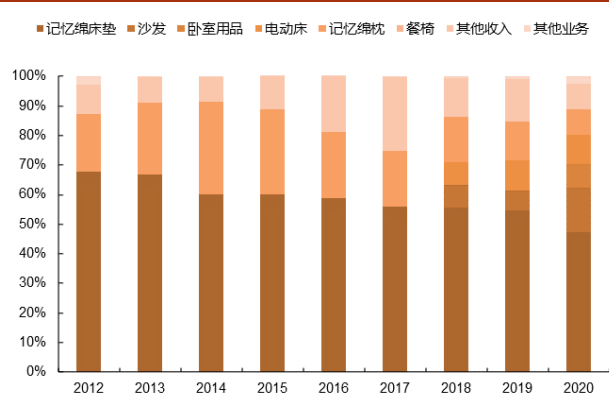
资料来源：Wind，申港证券研究所

图44：喜临门历年产品结构变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

图45：梦百合历年产品结构变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

从沙发来看，顾家侧重皮质沙发，敏华侧重功能沙发。

- ◆ 顾家家居是 1982 年成立并且起步于沙发，主要集中在华东区域，近年来不断向国外发力，公司旗下沙发分为三个品类：皮质沙发、功能沙发、布艺沙发，其中收入占比最高的为皮质沙发。
- ◆ 敏华控股于 1992 年在香港成立，也是沙发起家，于深圳建立沙发工厂，国内业务主要集中在华南区域，国外主要集中于欧美市场，开始时公司在国外的销售额占大比重，而后从国外向国内发力，公司是功能沙发的绝对龙头，“头等舱”系列家喻户晓。

**敏华功能沙发售价相对顾家较高。**根据顾家家居天猫官方旗舰店和敏华旗下品牌芝华仕天猫官方旗舰店数据，从产品分布来看，顾家家居皮质沙发产品众多，部分结合功能沙发功能，皮质、功能、布艺三种类型均有单椅和客厅组合，而敏华控股主要是功能沙发，皮质无功能单椅、布艺单椅暂无。从折后价分布来看，顾家家居皮质沙发价位高于敏华控股，敏华控股功能沙发价位普遍高于顾家家居。

表4：顾家家居 vs 敏华控股沙发售价对比

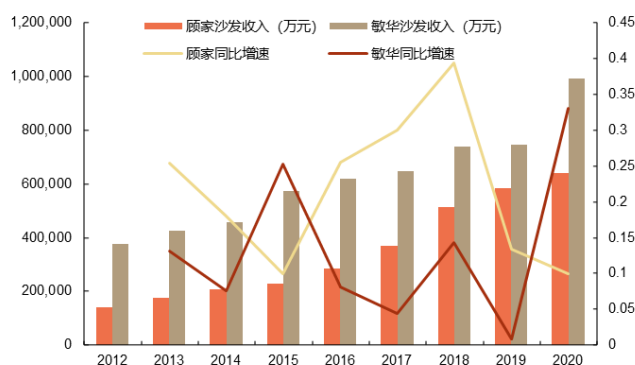
	单椅			客厅沙发		
	最低价(元)	最高价(元)	销量最高价位(元)	最低价(元)	最高价(元)	销量最高价位(元)
<b>顾家家居</b>						
皮质沙发	1099	2799	1699-2799	2599	15499	6199-10699
功能沙发	1899	3299	1899-2199	2469	11999	7666-11499
布艺沙发	99	1299	228	3599	8199	3299-6899
<b>敏华控股</b>						
功能沙发	1599	7593	1699	2090	24999	3000-9679
皮质沙发	-	-	-	1899	12059	6659
布艺沙发	-	-	-	1499	13799	3859

资料来源：顾家家居天猫旗舰店，芝华仕天猫旗舰店，申港证券研究所

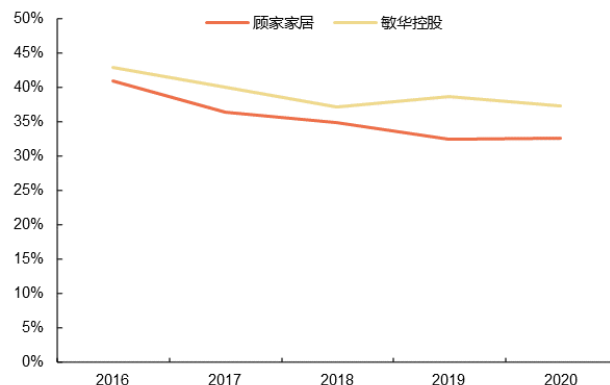
**敏华控股沙发收入较高，顾家家居在逐渐缩小与之差距。**单看两家沙发收入，敏华沙发收入一直高于顾家，受益于功能沙发市场渗透率上升，敏华沙发收入增速较快，



但 2019、2020 年功能沙发出口受制于中美贸易摩擦，增速急剧下滑。受益于功能沙发的高毛利，敏华控股沙发业务毛利率高于顾家家居沙发业务毛利率。

**图46：顾家家居 vs 敏华控股沙发收入及增速**


资料来源：Wind，申港证券研究所

**图47：顾家家居 vs 敏华控股沙发业务毛利率**


资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

顾家家居软床及床垫售价相对梦百合和喜临门较低。根据顾家家居天猫官方旗舰店、梦百合天猫官方旗舰店和喜临门天猫官方旗舰店数据，从产品数量来看，三家沙发产品数量接近，而床垫数量对比来看喜临门的种类明显多于另外两家；从售价来看，梦百合的软床售价普遍高于顾家家居和喜临门，而顾家家居的软床及床垫售价明显低于其他两家公司。

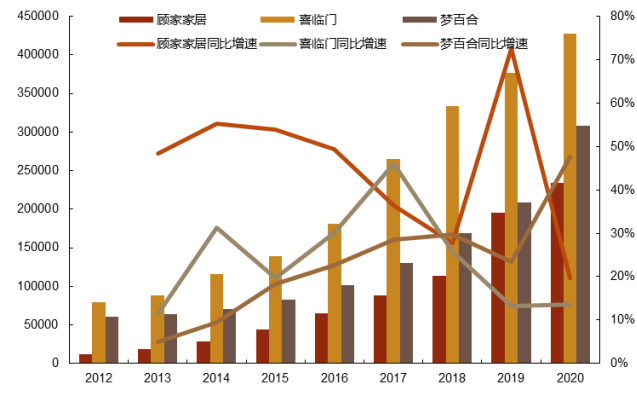
**表5：顾家家居 vs 梦百合 vs 喜临门软床及床垫售价对比**

公司名称	最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
<b>顾家家居</b>			
软床	2399	7659	5879-7319
床垫	899	12999	1439-2099
<b>梦百合</b>			
软床	5499	25999	18999-19999
床垫	979	33919	4199-4599
<b>喜临门</b>			
软床	2299	13179	3999-4999
床垫	1199	45009	2199-2699

资料来源：顾家家居天猫旗舰店，梦百合天猫旗舰店，喜临门天猫旗舰店，申港证券研究所

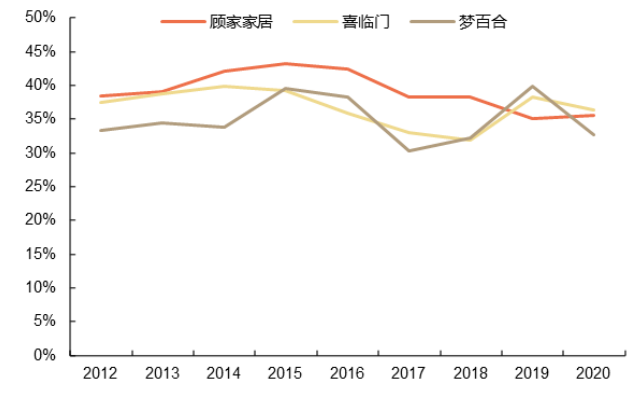
顾家家居软床及床垫业务收入增速较快，毛利率较高。在收入方面，喜临门的软床及床垫收入一直远高于顾家家居和梦百合，但顾家家居的软床及床垫收入增速一直处于第一第二的位置。在毛利率方面，顾家家居软床及床垫业务毛利率也一直处于较高水平。

图48: 顾家 vs 喜临门 vs 梦百合软床及床垫收入 (万元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图49: 顾家家居 vs 梦百合 vs 喜临门软床及床垫业务毛利率

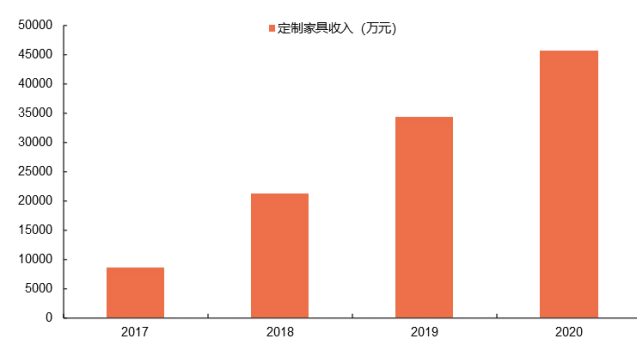


资料来源: Wind, 公司公告, 申港证券研究所

公司未来将围绕功能、床垫、定制三大高潜品类战略发展。

- ◆ **功能:** 2012年, 公司与美国功能沙发品牌 LA-Z-BOY 联合推出功能沙发, 借鉴 LA-Z-BOY 在美国的发展经验, 顺应消费市场对功能沙发的需求, 迅速扩张功能沙发业务规模。我国功能沙发市场渗透率低, 行业仍有较大发展空间, 公司注重功能沙发的发展, 逐渐追赶功能沙发龙头敏华控股。未来公司将以全渠道爆款+大单品策略为基础, 借助产品中台降低成本提升产品竞争力。
- ◆ **床垫:** 公司推出深睡床垫, 其中高端 Sui 系列二代应用益生菌抗过敏技术和七区科学分区乳胶, 给予用户按摩式深睡体验。另外, 公司作为 2022 年杭州亚运会官方床垫独家供应商, 推出亚运深睡垫, 同时通过排湿快干技术, 为用户提供更健康舒适的睡眠体验。公司将继续研发优质的深睡床垫产品, 在年轻化战略上不断推进。
- ◆ **定制:** 公司定制家具业务逐年增长, 2020 年定制家具收入 4.56 亿元, 2017-2020 年平均复合增长率为 74.17%, 发展迅速。未来公司逐渐推进软体家具和定制设计一体化, 提高客单价, 向着大家居时代发展。

图50: 顾家家居定制家具收入及增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图51: 顾家家居全屋定制——赛孚系列



资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

### 3.2 产能端：全球化产能布局

顾家家居在不断扩建国内产能。在产能分布方面，顾家家居在国内共有五大生产基地，实现了“华北+华中+华东”的区域战略型覆盖，西南生产基地预计 2022 年第一季度开工，届时将填补顾家在我国西南地区的产能空白。

表6：TOP4 公司国内产能投放情况一览表

	项目名称	地点	投产时间	计划产能
顾家家居	河北深州工厂	河北深州	已投产	100 万套
	浙江杭州下沙工厂	杭州下沙	已投产	48 万套
	嘉兴王江泾软体家具项目	浙江嘉兴	已投产	一期达纲 55 万套
	华中（黄冈）基地定制家居产品项目	湖北黄冈	已投产	60 万套+400 万方
	江东软体家具募投项目	杭州江东	已投产	97 万套
	湖北（黄冈）第二制造基地	湖北黄冈	预计 22 年竣工投产	12 万套+500 万方
	顾家家居西南生产基地项目	重庆市	预计 23 年竣工投产	50 万套
	软体家居及配套产业项目	杭州钱塘	预计 23 年末竣工投产	100 万套
	顾家定制智能家居制造项目	浙江杭州	在建进度 51%	1000 万方
敏华控股	天津生产基地	天津	已投产	20 万套
	江苏生产基地	江苏吴江	已投产	30 万套休闲沙发
	惠州生产基地	惠州响水河	已投产	76.6 万套
	重庆生产基地	重庆	一期已投产	一二期年产 30 万套智能家居
	惠州大亚湾基地（主供海外）	惠州大亚湾	已投产	5 万套
	华中制造基地项目	湖北武汉	在建	——
	陕西生产基地项目投资	陕西省	预计 22 年 9 月建成	一期设计产能 30 万套
	东北生产基地与北方销售总部	吉林长春	在建	——
	高端家居智能核心部件制造基地	江苏张家港	在建	——
梦百合	梦百合中国工厂	中国	已投产	设计产能 60 亿人民币
	家居产品配套生产基地项目	中国	在建	——
喜临门	软床及配套产品生产线建设项目	绍兴总部	已投产	4.5 万套软床及配套产品
	投资设立绍兴喜临门软体家具有限公司	绍兴袍江	已投产	
	收购嘉兴米兰映像家具有限公司 51%股权	浙江嘉兴	已投产	——
	北方家具生产线建设项目	河北香河	已投产	年产床垫 70 万张、软床 2 万张
	西北部生产基地	四川成都	已投产	
	全资子公司喜临门广东家具有限公司	广东佛山	已投产	——
	河南恒大喜临门家居有限责任公司	河南兰考	已投产	——
	江西萍乡新生产基地	江西萍乡	在建	——

资料来源：公司公告，wind，公司官网，联商网，格隆汇，搜狐理财，江津网，77 度，新浪家居，申港证券研究所

受中美贸易摩擦以及美国对中国床垫企业启动反倾销调查的影响，国内床垫企业出口面临成本压力的上升，以顾家家居为首的软体家具行业龙头企业纷纷布局国外产能以抵御风险。

◆ 2018 年 4 月，美国宣布对涉及约 500 亿美元的中国对美国出口商品加征 25%

关税，其中包括记忆棉床垫等家具制品。

- ◆ 2019 年 5 月，美国宣布将对 2000 亿美元中国输美商品加征关税，税率由 10% 提高至 25%。
- ◆ 2019 年 10 月，在历经一年的反倾销调查后，美国商务部公布对华床垫反倾销调查终裁结果。强制应诉企业江苏恒康家居有限公司（梦百合）和厦门际诺思有限公司税率分别为 57.03% 和 192.04%；获得分别税率的中国企业税率为 162.76%；未应诉企业适用全国统一税率 1731.75%，高额的反倾销税给中小型床垫出口企业带来了巨大的生存压力。
- ◆ 2020 年 8 月，美国商务部又宣布对进口自中国的床垫作出反补贴肯定性初裁，初步裁定，对梦百合家居科技股份有限公司、宁波明辉寝具有限公司、际诺思（厦门）轻工制品有限公司以及中国其他生产商/出口商征收 97.78% 的补贴税率。
- ◆ 2020 年 10 月，美国国际贸易委员会（ITC）公布对柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其和越南等 7 国的进口床垫反倾销税调查的初步裁定。其中，越南(最高 989.9%)、泰国(最高 763.28%)、柬埔寨(252.74%)、马来西亚(42.92%)成为此次反倾销调查的“重灾区”，并且涉及顾家家居、梦百合、喜临门、宜奥、远东、高裕等多家中国家居企业的东南亚工厂。

在中美贸易战阴霾未散，美国接连针对中国床垫出口企业实施反倾销、反补贴制裁的大背景下，频繁的贸易摩擦带来的是中国床垫企业营业收入增速下跌，从而促使头部企业着手境外生产基地的布局，以顾家家居为例，通过在越南和墨西哥投资建立生产基地的方式，不断完善海外的产能布局，提升交付效率，降低运输成本，抵御贸易摩擦风险。

表7：TOP4 公司国外产能投放情况一览表

	项目名称	地点	投产时间	计划产能
顾家家居	越南基地软体家具产品项目	越南	一期：2020Q4 二期：2021 年底	45 万套
	马来西亚工厂	马来西亚	已投产（反倾销后或转移至墨西哥）	——
	墨西哥制造基地华富山一期	墨西哥蒙特雷	已投产	250 辆卡车
	越南基地家具产品项目	越南	预计 22 年竣工投产	50 万套
	墨西哥自建基地项目	墨西哥蒙特雷	预计 23 年年中首期工程竣工投产	——
敏华控股	波兰生产制造基地	波兰	已投产	——
	立陶宛生产制造基地	立陶宛	已投产	——
	爱沙尼亚生产制造基地	爱沙尼亚	已投产	——
	乌克兰生产制造基地	乌克兰	已投产	——
	越南制造基地	越南	已投产	80 万套
梦百合	梦百合美东工厂	美国东岸	已投产	设计产能 8-10 亿人民币，目前产能约 4,000 张/日
	梦百合美西工厂	美国西岸	已投产	设计产能 8-10 亿人民币，目前产能约 4,000 张/日
	梦百合泰国工厂	泰国	已投产	设计产能 8-10 亿人民币
	梦百合西班牙工厂	西班牙	已投产	设计产能 8-10 亿人民币

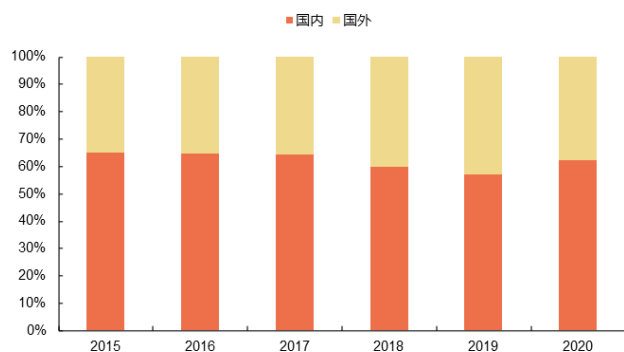
	梦百合塞尔维亚工厂	塞尔维亚	已投产	设计产能为 8-10 亿人民币，目前产能约 4,000 张/日
	美国亚利桑那州生产基地扩建项目	美国亚利桑那州	在建	——
喜临门	泰国家具制造基地建设项目	泰国	已投产	每月 3 万张
	在越南设立全资子公司 Saffron Living (Vietnam) Co.,Ltd	越南	已投产	每月 4 万张

资料来源：公司公告，wind，公司官网，建材网，金错刀，申港证券研究所

### 3.3 渠道端：内销“1+N+X”渠道分布 外销 ODM 业务为主

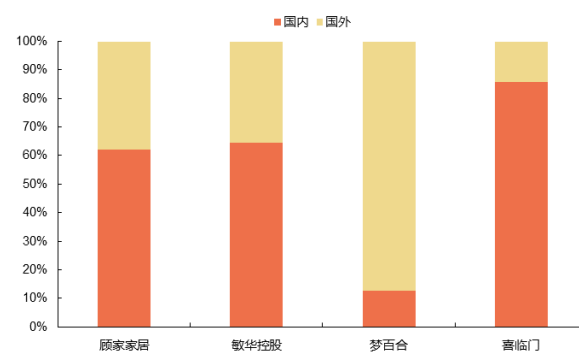
2020 年，顾家家居内销收入占比 62.18%。历年来，顾家家居内外销占比较为稳定，国内营收占总营收的比例一直在 60%附近波动，国内市场仍是顾家家居最大的收入来源。敏华控股早年间以外销为主，近年来内销占比持续增加，2020 年国内营收占总营收的比例达到 64.46%。梦百合内外销占比也较为稳定，一直以国外销售为主，国内营收占总营收的比例维持在 80%以上。喜临门注重国内市场，内销占比不断增加，2020 年国内营收占总营收的比例达到 85.72%。

图52：顾家家居历年国内外营收占比



资料来源：wind，申港证券研究所

图53：2020 年 TOP4 公司国内外营收占比



资料来源：wind，申港证券研究所

#### 3.3.1 内销：“1+N+X”渠道布局 以经销商为主 发展电商渠道

“沙发类”企业注重下沉市场，“床垫类”企业注重与酒店等合作。软体家具行业四家龙头企业销售渠道对比来看，沙发销售额占比最大的敏华控股和顾家家居主要是线下经销商模式，注重与大型家居卖场的战略合作，两家公司外销方面的主要模式是维护大客户；床垫销售额占比更大的梦百合和喜临门除了传统经销商模式以外，十分注重与酒店、地产、宿舍等合作的模式推广，而对于外销方面，也有跨境电商销售模式直接对个人消费者。

表8：TOP4 公司渠道对比

线下渠道优势对比	
顾家家居	建立“1+N+X”的渠道发展模式，其中“1”为顾家生活、融合大店、品类势能店等模式；“N”主要为系列单店、品类综合店，为现有门店体系的主力；“X”为探索渠道的无限可能性。2020 年，公司提升电商的战略地位，运用各类新零售模式实现销售，同时在百货商场、百安居、苏宁、商超等拓展新的渠道业态。
敏华控股	优化直营门店，部分转为经销门店；下沉至三四线城市；加强与居然之家、红星美凯龙等大型家居卖场的战略合作；线上布局全电商平台，直播带货等新零售模式。
喜临门	自主品牌零售渠道（包括线上平台销售和线下专卖店销售）；自主品牌工程渠道（主要覆盖了酒店、地产业务）；



### 线下渠道优势对比

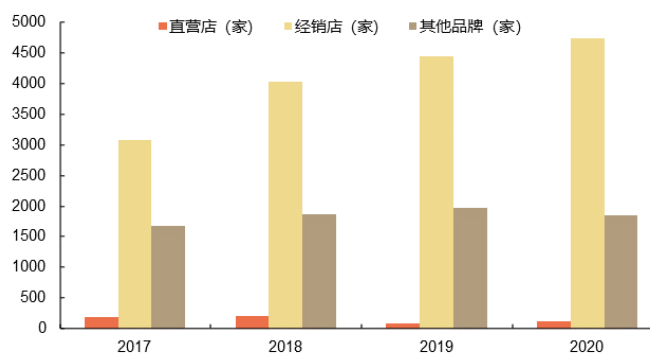
OEM 业务渠道包括国际国内代加工业务，主要为宜家、NITORI、尚品宅配等国内外知名家具销售商提供床垫、床、沙发等产品的代加工服务。

梦百合 内销：传统渠道销售模式（直营店、经销商）；酒店模式（“体验式消费场景”恒旅模式、酒店集采模式）；电商新零售模式；通过全屋定制、整装(拎包入住)、地产、联合营销、礼品公司、企业团购、学校宿舍等异业渠道达成多方位合作。外销：自主品牌销售模式（自主团队运营+代理+自有渠道 3 种运营方式）；ODM 销售模式；跨境电商销售模式（通过亚马逊、速卖通、1688 国际站等销售平台）

资料来源：公司公告，申港证券研究所

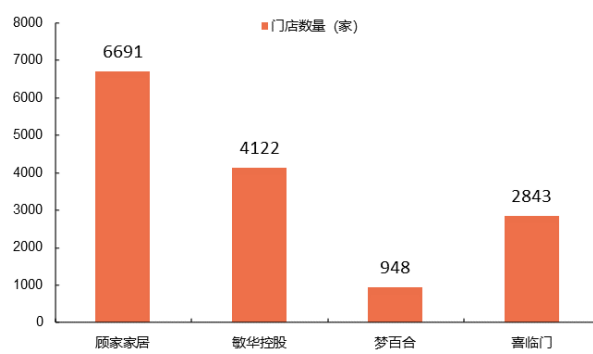
**顾家线下门店数逐年递增，目前处于行业首位。**顾家家居历年来线下门店数量持续增长，其中自有品牌经销店持续上升，目前仅杭州地区为直营。2020 年，四家公司中线下门店数最多的是顾家家居(6691 家)，远高于第二位的敏华控股(4122 家)，第三位是喜临门(2843 家)，第一梯队中门店数量最少的为梦百合(948 家)。

图54：顾家家居线下门店数量逐年增加



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图55：2020 年 TOP4 公司线下门店数量对比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

### 区域零售中心助力顾家家居提升管理效率。

- ◆ 公司自 2018 年开始渠道变革，形成了多个区域零售中心，以实现营销职能和渠道管理职能前置，强化终端渠道资源的协同作用。区域零售中心根据区域情况配置资源，以对市场进行高效反馈，精细投放资源；并赋予终端决策灵活权，因地制宜，调整产品和营销打法。
- ◆ 同时为门店搭建信息化系统，精准掌握终端零售情况，并将仓储物流配送等环节标准化，提升服务标准化能力，逐渐从制造型向零售型家居企业转型。
- ◆ 此外，公司建成完善的巡店、到店督导、抽查以及惩罚措施体系，各地区销售人员将有效对门店实际经营情况进行监督并提供针对性的支持。每个区域零售中心因城施策，有助于提升管理效率。

**公司逐渐形成“1+N+X”渠道新布局，下沉市场以提升市占率。**顾家家居通过建立“1+N+X”的渠道发展模式，积极打造多品类组合的大家居融合店模式，致力发展全品类大家居的变革与创新。其中“1”为顾家生活、融合大店、品类势能店；“N”为系列单店、品类综合店，为现有门店体系的主力；“X”为探索渠道的无限可能性，顺应渠道碎片化趋势，同时在百货商场、百安居、苏宁、商超等拓展新的渠道业态。

图56: 顾家家居“1”大店业态



资料来源: 新浪家居, 申港证券研究所

图57: 顾家家居主力“N”单店

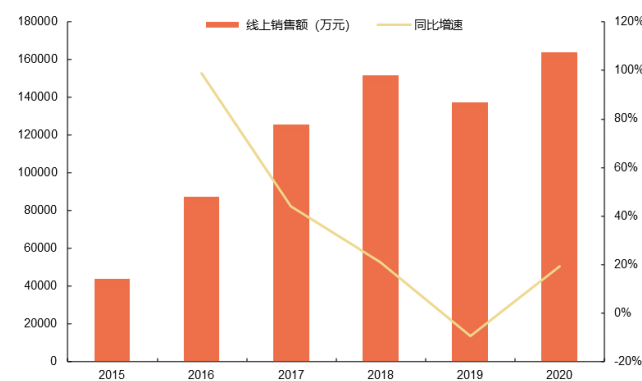


资料来源: 昭通购物网, 申港证券研究所

顾家积极布局电商渠道, 线上收入增速明显, 仍具上升空间。消费者习惯于线下感受家居类产品后再选购, 故线上销售额占比相对低于大部分消费行业, 但电商是线下渠道的延伸。

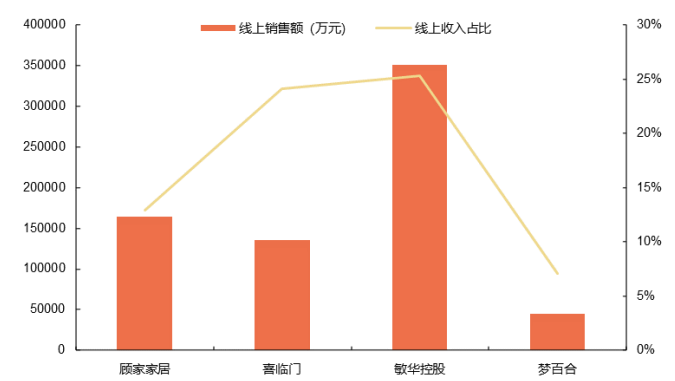
- ◆ 顾家家居一直重视电商渠道的发展, 除了自有商城外还入驻了天猫、京东等多家电商平台, 每年双十一战绩拉动全年线上销售额。
- ◆ 此外, 顾家家居在已有传统电商的基础上, 开启以小红书、抖音等主要流量平台的电商新零售渠道。通过聚焦社交媒体平台, 建立热点话题并持续吸引流量, 并通过与创新达人合作的方式, 产出更为深度的优质营销内容, 形成全方位的线上宣传立体化矩阵。
- ◆ 近两年公司线上销售额增速放缓, 由于公司扩张线下门店速度更快, 故线上销售额占比较敏华控股低, 总体来看, 公司线上销售额有一定上升空间。

图58: 2015-2020 年顾家家居线上销售额



资料来源: wind, 申港证券研究所

图59: 2020 年各公司线上销售额及占比情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

### 3.3.2 外销: ODM 业务为主 国际市场需求回暖

顾家家居在境外的销售渠道主要是 ODM 业务。顾家家居境外销售主要以 ODM 业务为主, 直营、经销为辅。其中, ODM 是指品牌商不负责产品的设计研发, 而是委托具有设计研发能力的生产商按照品牌商的规格和要求, 设计、开发、生产并向品牌商销售的一种产品生产方式。ODM 生产商不拥有品牌, 其所生产的产品最终以

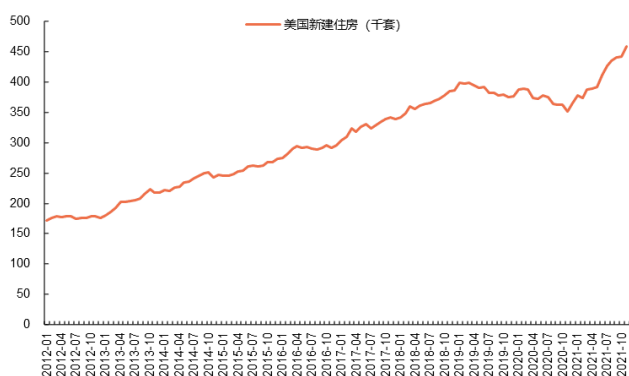


品牌商的品牌对外销售。

**顾家家居在国外重点实施大客户战略。**从招股说明书来看，公司第一大海外市场是北美洲，美国是顾家家居出口量最大的国家。近年来，顾家家居通过与美国人流量较大的 Costco、Macy's 等卖场合作，开拓 Haverty、R&F 等大客户以提升公司在美国的销售额。同时，公司牵手全球顶尖沙发品牌 La-Z-Boy 和 NATUZZI 以提升自己在国际的影响力。

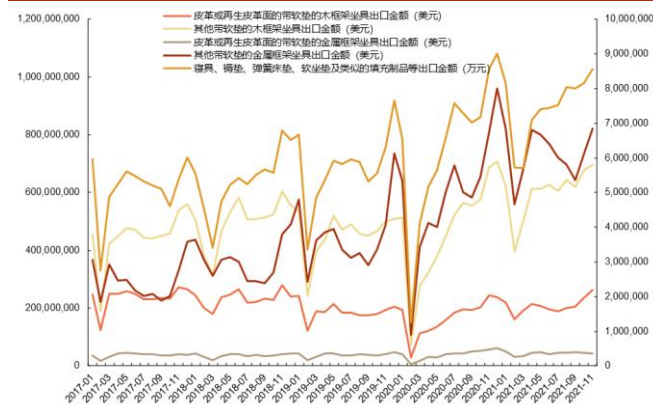
**国际市场需求回暖。**根据美国商务部的新建住房销售及待售数据加总显示，2021 年美国新建住房量持续上升，家具行业需求量随之增长。同时，根据我国海关总署数据显示，2021 年我国床垫以及沙发出口金额整体呈上涨趋势。

图60：美国新建住房数量呈上升趋势



资料来源：wind，申港证券研究所

图61：我国床垫、沙发出口金额波动上涨

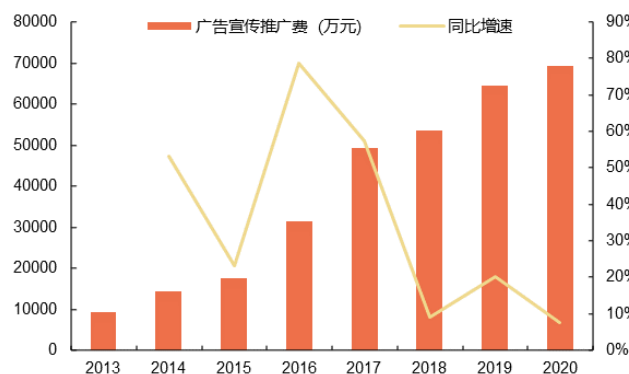


资料来源：wind，申港证券研究所

### 3.4 营销端：注重广告投放 一体化销售提高客单价

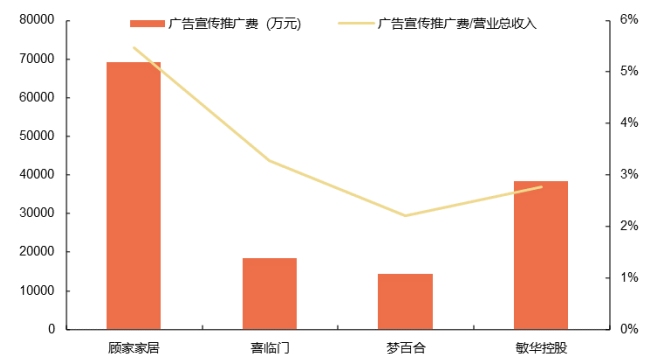
**顾家家居广告费逐年增长，在 TOP4 企业中最高。**公司注重广告宣传，2013-2020 年，公司广告宣传推广费逐年增加。对比 4 家企业来看，顾家家居广告费投入最多，选高于第二名的敏华控股。从广告费占比总营收水平来看，仍是顾家家居占比最高，2020 年顾家家居广告宣传推广费/总营收达到 5.46%，敏华控股为 2.77%。顾家家居很重视广告投放，宣传力度大使得公司品牌效应深入人心。

图62：顾家家居广告宣传推广费逐年增长



资料来源：wind，申港证券研究所

图63：2020 年各公司广告宣传推广费及占比营收对比



资料来源：wind，申港证券研究所

### 顾家家居的营销宣传方式众多。

- ◆ 在代言人方面，顾家家居先后邀请张学友和邓超作为形象代言人，将暖男、爱家的元素与顾家的品牌观念相结合，打造积极正面的品牌形象；
- ◆ 在综艺剧集方面，顾家家居通过携手江苏卫视打造《了不起的沙发》、通过益智答题的节目环节，将欢乐温馨的游戏氛围与品牌宣传相结合；
- ◆ 在电商方面，顾家家居通过连续两年冠名“天猫双十一狂欢夜”的方式，成功依靠顶端流量平台，吸引了大量潜在用户，为顾家家居品牌知名度的提升起到了巨大的推进作用。

**软体家具和定制设计一体化销售策略提升门店客单价。**家居定制一体化指的是使用衣柜、沙发等装饰进行搭配，从而使家居整个空间风格统一而不单调。软体家具和定制设计一体化理念的结合，不但满足了客户的个性化定制需求，而且顺应了“省时省力又省心”的消费导向，十分符合当今快速生活节奏下人们的消费理念。而一体化定制销售策略不但能提升客单价，而且有助于提升配套家具的销售额。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 核心假设

我们对顾家家居几项主营业务做出如下假设：

- ◆ **沙发：**沙发为公司收入占比最高的业务，公司扩张门店数量，对三四线城市下沉，假设 2021-2023 年收入增速分别为 40%/20%/20%。由于功能沙发毛利率较皮质沙发低，随着功能沙发的普及，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 32%/31%/30%。
- ◆ **软床及床垫：**近年来软床及床垫业务占比上升，公司注重外销，该业务有望持续快速发展，假设 2021-2023 年收入增速分别为 50%/20%/20%。公司可能借助床垫价格优势抢占市场，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 33%/30%/28%。
- ◆ **配套产品：**由于公司线下门店一直在推广软体家具+全屋定制一体化服务，公司的配套产品销量有望提升，假设 2021-2023 年收入增速分别为 40%/30%/30%。由于成套销售促销活动，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 24%/23%/22%。
- ◆ **定制家具：**公司近年来不断推广定制家具，加速开定制门店，假设 2021-2023 年收入增速分别为 80%/50%/30%，预计 2021-2023 年毛利率分别为 35%/35%/35%。

表9：顾家家居盈利预测业务拆分

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
整 营业收入（百万元）	6,402	8,854	11,094	12,666	17,962	21,986	26,787
体 同比		38.31%	25.29%	14.17%	41.81%	22.40%	21.84%
营 营业收入（百万元）	3,997	5,609	7,226	8,206	11,832	14,801	18,370
收 同比		40.32%	28.84%	13.57%	44.18%	25.09%	24.11%
毛利率	37.56%	36.66%	34.86%	35.21%	34.13%	32.68%	31.42%
同期增减		-0.91%	-1.79%	0.35%	-1.08%	-1.45%	-1.26%
沙 营业收入（百万元）	3,692	5,144	5,831	6,413	8,978	10,774	12,929
发 同比		39.31%	13.35%	9.98%	40%	20%	20%

	营业成本 (百万元)	2,346	3,351	3,940	4,325	6,105	7,434	9,050
	同比		42.81%	17.58%	9.77%	41.16%	21.76%	21.74%
	毛利率	36.46%	34.87%	32.43%	32.56%	32%	31%	30%
	同期增减		-1.59%	-2.43%	0.13%	-0.56%	-1%	-1%
	营业收入 (百万元)	886	1,132	1,953	2,338	3,507	4,208	5,050
软床及床垫	同比		27.80%	72.51%	19.72%	50%	20%	20%
	营业成本 (百万元)	547	699	1,268	1,506	2,350	2,946	3,636
	同比		27.78%	81.38%	18.71%	56.06%	25.37%	23.43%
	毛利率	38.22%	38.23%	35.05%	35.60%	33%	30%	28%
	同期增减		0.01%	-3.18%	0.55%	-2.60%	-3%	-2%
配套产品	营业收入 (百万元)	978	1,292	1,906	2,225	3,115	4,049	5,264
	同比		32.09%	47.50%	16.71%	40%	30%	30%
	营业成本 (百万元)	719	954	1,445	1,686	2,367	3,118	4,106
	同比		32.70%	51.52%	16.66%	40.42%	31.71%	31.69%
	毛利率	26.54%	26.20%	24.19%	24.23%	24%	23%	22%
信息技术服务	同期增减		-0.34%	-2.01%	0.04%	-0.23%	-1%	-1%
	营业收入 (百万元)	174	332	405	626	939	1,127	1,352
	同比		90.81%	22.00%	54.44%	50%	20%	20%
	营业成本 (百万元)	12	42	50	92	141	169	203
	同比		263.76%	18.88%	84.05%	52.64%	20%	20%
定制家具	毛利率	93.34%	87.31%	87.63%	85.26%	85%	85%	85%
	同期增减		-6.04%	0.32%	0.00%	-0.26%	0%	0%
	营业收入 (百万元)	86	212	343	456	821	1,231	1,600
	同比		145.77%	61.72%	32.93%	80%	50%	30%
	营业成本 (百万元)	63	149	220	293	533	800	1,040
红木家具	同比		135.35%	48.30%	32.96%	82.12%	50%	30%
	毛利率	26.86%	29.96%	35.77%	35.76%	35%	35%	35%
	同期增减		3.10%	5.81%	-0.01%	-0.76%	0%	0%
	营业收入 (百万元)	113	158	143	113	107	102	97
	同比		40.07%	-9.42%	-21.34%	-5%	-5%	-5%
其他	营业成本 (百万元)	98	136	107	88	88	86	87
	同比		39.28%	-21.37%	-17.47%	-0.60%	-1.52%	0.59%
	毛利率	13.46%	13.95%	25.29%	21.63%	18%	15%	10%
	同期增减		0.49%	11.35%	-3.67%	-3.63%	-3%	-5%
	营业收入 (百万元)	472	583	512	496	496	496	496
	同比		23.63%	-12.19%	-3.24%	0%	0%	0%
	营业成本 (百万元)	213	278	196	217	248	248	248
	同比		30.90%	-29.74%	10.83%	14.38%	0%	0%
	毛利率	54.95%	52.30%	61.83%	56.28%	50%	50%	50%
	同期增减		-2.65%	9.54%	-5.55%	-6.28%	0%	0%

资料来源: wind, 申港证券研究所

## 4.2 盈利预测

我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 180/220/268 亿元, 同比增长

41.81%/22.4%/21.84%；2021-2023 年公司归母净利润分别为 17/21/25 亿元，同比增长 101.27%/22.68%/20.69%；当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 28.25X/23.02X/19.08X。

### 4.3 估值

选取同样为软体家具行业龙头的喜临门、梦百合、以及定制家具龙头欧派家居作为可比公司。采用 Wind 一致预期，可比公司 2022 年 PE 均值为 20.51 倍，最高值为 25.74 倍，最低值为 15.15 倍。考虑到顾家家居是行业龙头企业，公司全球化布局，内销外销发展迅速，业绩上有更大成长空间，我们给予 2022 年顾家家居 PE 为 28 倍，目标价格 92.49 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：顾家家居可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603833.SH	欧派家居	140.9	858.3	4.51	5.47	6.53	31.25	25.74	21.57
603008.SH	喜临门	36.15	140.05	1.35	1.75	2.25	26.88	20.64	16.09
603313.SH	梦百合	17.42	84.76	0.31	1.15	1.65	56.97	15.15	10.58
	均值			2.06	2.79	3.48	38.37	20.51	16.08

资料来源：Wind，申港证券研究所

## 5. 风险提示

**房地产市场风险：**房地产市场政策具有不确定性，家居行业作为房地产下游行业，受房地产行业景气度影响。

**汇率波动风险：**顾家家居国外销售额占比接近 40%，且公司外销业务主要是以美元结算，若未来人民币继续升值，以美元标价的公司外销产品的收入及毛利率均会下降。

**中美贸易摩擦风险：**中美贸易摩擦自 2018 年 7 月开始多有反复，美国多次对进口床垫进行反倾销税调查，未来中美贸易摩擦的不确定性将影响公司软体家具的外销业务。

**原材料价格风险：**原材料价格大幅波动将影响公司的毛利率水平。

表11: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表		单位:百万元			
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11094	12666	17962	21986	26787	流动资产合计	6113	6360	7138	9151	10435
营业成本	7226	8206	11832	14801	18370	货币资金	2958	2241	2694	3833	4061
营业税金及附加	79	67	126	154	188	应收账款	1012	1108	1279	1566	1908
营业费用	2073	2494	3413	3958	4554	其他应收款	129	112	158	194	236
管理费用	292	297	413	495	589	预付款项	55	89	196	200	220
研发费用	198	207	293	308	321	存货	1266	1871	1945	2433	3020
财务费用	104	132	180	110	134	其他流动资产	183	173	277	341	404
资产减值损失	-8	-502	0	0	0	非流动资产合计	6147	6678	7575	6657	6996
公允价值变动收益	18	5	11	8	10	长期股权投资	239	18	0	0	0
投资净收益	140	192	273	334	407	固定资产	1854	2691	2643	2592	2533
营业利润	1292	1036	2071	2602	3169	无形资产	755	733	733	707	682
营业外收入	240	175	208	192	200	商誉	827	343	243	243	243
营业外支出	10	17	13	15	14	其他非流动资产	11	98	144	176	214
利润总额	1522	1195	2265	2779	3354	资产总计	12260	13038	14714	15808	17431
所得税	302	328	521	639	771	流动负债合计	4498	5405	5083	5099	5421
净利润	1220	867	1744	2140	2583	短期借款	287	233	187	0	0
少数股东损益	59	21	43	52	63	应付账款	1280	1489	1556	1946	2416
归属母公司净利润	1161	845	1702	2088	2520	预收款项	1492	0	0	0	0
EBITDA	2288	2078	2408	2874	3465	一年内到期的非流动负债	326	100	159	159	159
EPS（元）	1.98	1.39	2.69	3.30	3.99	非流动负债合计	1462	529	1068	1068	1068
主要财务比率						长期借款	474	400	400	400	400
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	837	0	538	538	538
成长能力						负债合计	5959	5934	6150	6167	6489
营业收入增长	20.95%	14.17%	41.81%	22.40%	21.84%	少数股东权益	394	364	407	459	522
营业利润增长	11.53%	-19.80%	99.86%	25.68%	21.75%	实收资本（或股本）	602	632	632	632	632
归属于母公司净利润增	17.37%	-27.19%	101.27%	22.68%	20.69%	资本公积	2205	3424	3424	3424	3424
获利能力						未分配利润	2512	2689	3525	4550	5788
毛利率(%)	34.86%	35.21%	34.13%	32.68%	31.42%	归属母公司股东权益合计	5906	6740	8157	9182	10420
净利率(%)	11.00%	6.84%	9.71%	9.73%	9.64%	负债和所有者权益	12260	13038	14714	15808	17431
总资产净利润(%)	9.47%	6.48%	11.57%	13.21%	14.46%	现金流量表		单位:百万元			
ROE(%)	19.66%	12.54%	20.86%	22.74%	24.18%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
偿债能力						经营活动现金流	2124	2180	886	1416	1752
资产负债率(%)	49%	46%	42%	39%	37%	净利润	1220	867	1744	2140	2583
流动比率	1.36	1.18	1.40	1.79	1.92	折旧摊销	166	210	158	162	163
速动比率	1.08	0.83	1.02	1.32	1.37	财务费用	104	132	180	110	134
营运能力						应付帐款减少	-80	-96	-172	-287	-342
总资产周转率	0.97	1.00	1.29	1.44	1.61	预收帐款增加	484	-1492	0	0	0
应收账款周转率	11	12	15	15	15	投资活动现金流	305	-1444	-513	1081	-107
应付账款周转率	10.18	9.15	11.80	12.55	12.28	公允价值变动收益	18	5	11	8	10
每股指标（元）						长期股权投资减少	52	221	18	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.98	1.39	2.69	3.30	3.99	投资收益	140	192	273	334	407
每股净现金流(最新摊薄)	2.30	-0.99	0.72	1.80	0.36	筹资活动现金流	-1046	-1364	81	-1359	-1416
每股净资产(最新摊薄)	9.81	10.66	12.91	14.53	16.49	应付债券增加	58	-837	538	0	0
估值比率						长期借款增加	-593	-74	0	0	0
P/E	38.41	54.71	28.25	23.02	19.08	普通股增加	172	31	0	0	0
P/B	7.75	7.14	5.89	5.23	4.61	资本公积增加	-118	1220	0	0	0
EV/EBITDA	19.55	22.42	19.38	15.77	13.01	现金净增加额	1383	-627	454	1138	229

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上